



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة 8 ماي 1945 - قالمة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم الشريعة



مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم الشريعة  
تخصص: إدارة مالية

تحت عنوان:

أسس اتخاذ القرار المالي في ظل مقارنات معدل العائد  
المحاسبي على تكلفة رأس المال  
دراسة حالة من كبح تجميع الغاز الطبيعي - سكيكدة -  
خلال الفترة (2014-2016)

تحت إشراف:

أ. د. بورديمته سعيدة

إعداد الطالبة:

قونيا مروة

السنة الجامعية:

2021/2020





الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة 8 ماي 1945 - قالمة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم الشرائح



مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم الشرائح  
تخصص: إدارة مالية

تحت عنوان:

أسس اتخاذ القرار المالي في ظل مقارنات معدل العائد  
المحاسبي على تكلفة رأس المال  
دراسة حالة من كبح تبيع الغاز الطبيعي - سكيكدة -  
خلال الفترة (2014-2016)

تحت إشراف:

أ. د. بورديمته سعيدة

إعداد الطالبة:

قوناى مروة

السنة الجامعية:

2021/2020

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



# شكر وعرفان

الشكر لله عز وجل الذي أعانني وبفضله أتممت هذا العمل المتواضع .

وأقدم بكل عبارات الشكر والامتنان الخالصة لأستاذتي ومشرفتي على هذا

العمل، الأستاذة الدكتور "بومرديمة سعيدة" .

وإلى كل من ساعدني طيلة مسيرتي الدراسية والذين بفضلهم وصلت إلى هنا،

وإلى العاملين بـ "مركز تمبيع الغامر الطبيعي - سكيكدة -"



# الإهداء

أهدي ثمرة جهدي إلى من رباني ومن سهر على راحتي، أمي الغالية "سعاد" وأبي الحنون

"كمال"، بفضل ثقتكم بي وتعبيكم علي، أنا الآن خريجة ماستر؛

وإلى أختي الوحيدة "نهاد" التي هي سندي في الحياة ومصدر تحفيزي، وصديقتاي الأقرب

إلي "شاهناز" و"بشرى" من دون نسيان الروح الطيبة "مهدي"؛

وإلى زملاء الدراسة وكل من جمعني بهم أحسن العلاقات والروابط.

مرورة

A graphic of a scroll with a white background and a black outline. The scroll is partially unrolled, with the top and bottom edges curled up. The word 'الفهارس' is written in the center in a black, stylized Arabic calligraphic font. The scroll is positioned horizontally, with the text centered within the unrolled portion.

الفهارس

## فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	فهرس المحتويات
	فهرس الأشكال
	فهرس الجداول
	فهرس الملاحق
أ-هـ	المقدمة العامة
<b>الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لـ: القرار المالي، العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال</b>	
02	تمهيد الفصل
<b>المبحث الأول: القرار المالي</b>	
03	أولاً: ماهية القرار المالي
03	I. مفهوم القرار وعملية اتخاذه
03	II. مفهوم القرار المالي
04	III. أهداف القرار المالي
05	ثانياً: أنواع القرارات المالية
05	I. قرار الاستثمار Investment Decision
06	II. قرار التمويل Financing Decision
12	III. قرار توزيع الأرباح
16	ثالثاً: خطوات اتخاذ القرار المالي
18	رابعاً: العوامل المؤثرة على القرارات المالية
<b>المبحث الثاني: العائد المحاسبي</b>	
20	أولاً: ماهية العائد المحاسبي
20	I. مفهوم العائد المحاسبي
21	II. نشأة العائد المحاسبي
22	ثانياً: حساب معدل العائد المحاسبي
23	ثالثاً: مزايا وعيوب معدل العائد المحاسبي
<b>المبحث الثالث: تكلفة رأس المال Cost of Capital</b>	
24	أولاً: ماهية تكلفة رأس المال
24	I. مفهوم تكلفة رأس المال

24	.II أهمية تكلفة رأس المال
25	.III حساب تكلفة رأس المال
28	ثانيا: ماهية هيكل رأس المال
28	.I مفهوم هيكل رأس المال
29	.II مكونات هيكل رأس المال
38	.III العوامل المحددة لهيكل رأس المال
39	ثالثا: القرار المالي وعلاقته بالعائد المحاسبي وتكلفة رأس المال
41	خاتمة الفصل
الفصل الثاني: أسس اتخاذ القرار المالي في ظل مقارنة العائد المحاسبي على تكلفة رأس المال دراسة حالة مركب تمييع الغاز الطبيعي -سكيكدة- خلال الفترة 2014-2016	
43	تمهيد الفصل
المبحث الأول: التعريف بالمؤسسة محل الدراسة	
44	أولا: التعريف بالمؤسسة الأم "سوناطراك"
48	ثانيا: التعريف بمركب تمييع الغاز الطبيعي بسكيكدة GL1/K
المبحث الثاني: تحليل العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال والعلاقة بين القرار المالي والعائد المحاسبي وتكلفة رأس المال	
57	أولا: تحليل العائد المحاسبي
58	ثانيا: تحليل تكلفة رأس المال
61	ثالثا: العلاقة بين القرار المالي والعائد المحاسبي وتكلفة رأس المال
63	خاتمة الفصل
65	الخاتمة العامة
68	قائمة المراجع
76	الملاحق

## فهرس الأشكال:

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
07	أنواع مصادر التمويل	01
16	خطوات اتخاذ القرار المالي	02
25	مكونات هيكل رأس المال	03
40	علاقة العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال	04
46	الهيكل التنظيمي للمؤسسة الأم "سوناطراك"	05
49	مراحل عملية تمبيع الغاز الطبيعي	06
51	الهيكل التنظيمي لمركب تمبيع الغاز الطبيعي بسكيدة GL1/K	07
55	كيفية طلب الأموال اللازمة للتمويل	08
61	التمثيل البياني للعائد المحاسبي	09
62	التمثيل البياني لتكلفة رأس المال	10

## فهرس الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
08	مكونات التمويل الذاتي	01
24	الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال	02
31	أنواع السندات	03
33	الفرق بين القروض طويلة الأجل والسندات	04
38	أساليب تقدير تكلفة الأرباح المحتجزة	05
57	العائد على الاستثمار للمركب GL1/K	06
58	الأرباح المحتجزة للمؤسسة الأم والمركب	07
59	تكلفة الأموال الخاصة	08
59	القروض البنكية للمؤسسة الأم والمركب GL1/K	09
59	معدل الفائدة على القروض للمركب	10
60	تكلفة التمويل بالاستدانة	11
60	تكلفة رأس المال	12
61	معدل العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال	13

## فهرس الملاحق:

اسم الملحق	الرقم
طلب إجراء دراسة ميدانية	01
الميزانية النهائية لسنة 2015	02
جدول حساب النتائج لسنة 2015	03
الميزانية النهائية لسنة 2016	04
جدول حساب النتائج لسنة 2016	05
الهيكل التنظيمي لسوناطراك	06
Demande Accord Accueil En Stage	07
Laissez Passer	08
Attestation De Stage	09





المقدمة

العامّة

## تمهيد:

يتميز محيط المؤسسات الاقتصادية بالحركية الدائمة التي تفرض عليها مواكبة هذه التغيرات من خلال وضع خطط واستراتيجيات تضمن لها البقاء والتطور، بحكم أن المؤسسة الناجحة هي المؤسسة المحافظة على مكائنها في السوق رغم التحديات والصعوبات التي تتعرض لها.

يتخلل نظام المؤسسات الاقتصادية مجموعة من الاستراتيجيات التي يضعها متخذ القرار والتي تبين المسار الذي تتخذه المنشأة في نشاطها. من أهم هذه الاستراتيجيات هي الاستراتيجية المالية، والتي من خلالها تحدد المؤسسة سياستها المالية ضمن القيود والإمكانيات المالية، وعلى أساس ذلك تختار التوليفة المناسبة من القرارات المالية التي تحقق لها أهدافها المسطرة. تكمن أهمية هذه القرارات في إمكانية استمرار المؤسسة طويلاً بالدرجة الأولى، وكذلك المحافظة على التوازن المالي بالدرجة الثانية، فتحظى القرارات المالية بالاهتمام الكبير في أي مؤسسة اقتصادية، خاصة كانت أو وطنية.

هنا يظهر دور الإدارة المالية كوظيفة متكاملة داخل الكيان الاقتصادي ومتناسقة مع الوظائف الإدارية الأخرى، حيث يقع على عاتقها جملة من القرارات من أهمها دراسة جدوى المشاريع الاستثمارية أو كما يعرف بالقرار الاستثماري، وكذلك البحث عن مصادر التمويل الملائمة أو ما يسمى بالقرار التمويلي وكذلك تعظيم ثروة الملاك وقرار توزيع الأرباح. فاتخاذ القرار المالي يحتاج إلى الوقت والجهد والإمكانيات، فهو قائم على دراسات دقيقة تقتضي اختيار أفضل مشروع استثماري يحقق أكبر عائد ممكن، والمفاضلة بين مصادر التمويل ضمن حدود التكلفة. ومع أنه يتم دراسة كل قرار على حدى، لكن هناك تكامل وتداخل بينهم، فالقرارات الثلاثة لها تأثير متبادل فيما بينها، حيث أن القرار الاستثماري الرشيد يحدد الأرباح المستقبلية التي تحققها المؤسسة وبالتالي تحدد التوزيعات المتوقعة مستقبلاً. كما أن التوليفة الجيدة من مصادر التمويل التي تتماشى مع وضعية المؤسسة تسمح لها بتحقيق أكبر عائد ممكن بأقل تكلفة ممكنة.

## I. الإشكالية:

يعتبر العائد والتكلفة من أهم المحددات الرئيسية لاتخاذ القرار المالي داخل المؤسسات الاقتصادية، وباعتبارها كيان قائم داخل محيط اقتصادي، فهدفها الأول هو تحقيق أقصى ربح بأقل تكلفة ممكنة، بالاعتماد على مجموعة من المعايير التي تساعدها في الاختيار بين البدائل الاستثمارية والتمويلية والمتمثلة في: معيار العائد المحاسبي ومعيار تكلفة رأس المال. مما سبق نطرح التساؤل الرئيسي التالي:

هل يعتمد مركب تجميع الغاز الطبيعي بولاية سكيكدة على مقارنة معدل العائد المحاسبي على تكلفة رأس المال في اتخاذه للقرارات المالية؟

بناءً على الإشكالية الرئيسية نطرح الأسئلة الفرعية التالية:

- (1) ما هي أسس اتخاذ القرار المالي في المؤسسات الاقتصادية؟
- (2) كيف يتأثر العائد المحاسبي بتكلفة رأس المال؟
- (3) ما هي العلاقة بين القرار المالي ومعدل العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال؟

## II. فرضيات الدراسة:

لمعالجة الإشكالية المطروحة وضعنا الفرضيات التالية:

### أ. الفرضية الرئيسية:

تؤثر تكلفة رأس المال بشكل ايجابي على معدل العائد المحاسبي عند اتخاذ القرار المالي في مركب تمييع الغاز الطبيعي بسكيكدة

### ب. الفرضيات الفرعية:

- (1) تتخذ المؤسسات الاقتصادية قراراتها المالية على أساس النتائج المتحصل عليها من دراسة المشاريع الاستثمارية ومصادر التمويل.
- (2) تعد تكلفة رأس المال القيمة الحدية لمعدل العائد المحاسبي.
- (3) يرتبط اتخاذ القرارات المالية بمعدل العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال.

## III. أهمية الدراسة:

تبرز أهمية الدراسة في كونها تركز على موضوع مهم وحساس يشغل بال أي مسير مالي أو متخذ قرار وهو عملية اتخاذ القرار المالي. تتمحور هذه الدراسة حول العلاقة بين تكلفة رأس المال ومعدل العائد المحاسبي وتأثيرهما على القرار المالي، والذي يساعد على بناء استراتيجية مالية متكاملة تحاول المؤسسة من خلالها تحقيق مجموعة من الأهداف عبر التقييم الصحيح للمشاريع الاستثمارية والتوصل إلى اختيار التوليفة المناسبة من مصادر التمويل اللازمة لكي تحقق أعلى عائد بأقل تكلفة ممكنة.

تركز هذه الدراسة على النقاط التالية:

- كيفية دراسة وتقييم المشاريع الاستثمارية بمركب تمييع الغاز الطبيعي.
- دراسة مصادر التمويل التي يعتمد عليها مركب تمييع الغاز الطبيعي بولاية سكيكدة وحساب تكلفتها.
- كيفية اتخاذ المسير المالي للقرارات المالية داخل مركب تمييع الغاز الطبيعي.

## IV. أهداف الدراسة:

- تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف والمتمثلة في:
- التعرف على القرار المالي وأهم المفاهيم المرتبطة به.
  - دراسة المشاريع الاستثمارية وكيفية المفاضلة بين مصادر التمويل.

- التعرف على العائد المحاسبي كأسلوب لتقييم المشاريع الاستثمارية وكيفية حسابه.
- تبيان مكونات رأس المال وكيفية حساب تكلفة كل مكون.
- تحديد العلاقة بين القرار المالي ومعدل العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال.

### V. أسباب اختيار الموضوع:

- من الأسباب التي أدت إلى اختيار الموضوع هي:
- علاقة الموضوع بالتخصص العلمي للباحث.
- الدوافع الشخصية للإلمام بالمفاهيم الأساسية للموضوع وزيادة المعرفة.
- إثراء المكتبة الجامعية لعدم توفر دراسات سابقة عالجت نفس الموضوع.

### VI. منهج الدراسة:

من أجل الوصول إلى نتائج وحقائق حول الموضوع ومن أجل الإجابة على التساؤلات المطروحة وتأكيد صحة الفرضيات الموضوعية سابقا، اتبعنا منهج دراسة الحالة وذلك لدراسة البيانات المجمعة عن متغيرات الدراسة بشكل دقيق من خلال التعرض إلى الإطار المفاهيمي لكل من القرار المالي والعائد المحاسبي وتكلفة رأس المال بشكل مفصل، وكذلك تحليل العلاقة بينهم من خلال حساب العائد المحاسبي واستخراج تكلفة مصادر التمويل ودراسة تأثيرهما على القرار المالي داخل المؤسسة.

### VII. حدود الدراسة:

قسمنا حدود الدراسة إلى الحدود المكانية والحدود الزمانية:

#### أ. الحدود المكانية:

اقتصرت الدراسة على مركب تميمع الغاز الطبيعي GL1/K بولاية سكيكدة.

#### ب. الحدود الزمانية:

تمثلت الحدود الزمانية في الفترة ما بين سنة 2014 و2016 وهو تاريخ المعطيات التي توفرت لدينا لإنجاز الدراسة.

### VIII. الدراسات السابقة:

توجد العديد من الدراسات التي حاولت الإلمام بموضوع تأثير العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال على القرار المالي، أو دراسة كل واحدة على حدى. نذكر منها:

- دراسة بن جداه عائشة ورشيدي خديجة "أسس اتخاذ القرار المالي في ظل مقارنة العائد المحاسبي على تكلفة رأس المال دراسة حالة شركة تحويل المعادن SOTRAMET"، لنيل شهادة الماستر، جامعة الجيلالي

بونعامة، خميس مليانة، 2020، هدفت هذه الدراسة إلى تبيان كيفية اتخاذ القرارات المالية بالاعتماد على العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال من خلال تحديد العلاقة بين العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال وتأثيرهما على عملية اتخاذ القرار المالي.

توصلت هذه الدراسة إلى أن مقارنة العائد المحاسبي على تكلفة رأس المال لا تستعمل في اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الجزائرية، حيث أن اختيار المشاريع الاستثمارية يقع على عاتق المؤسسة الأم وأن المشاريع المختارة دائما تكون تكلفتها عالية وعوائدها قليلة.

- دراسة بن شعبان لبنى وبن عمارة فاطمة الزهراء "أثر تكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار"، لنيل شهادة الماستر، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2017، وهدفت هذه الدراسة إلى دراسة أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على قرارات الاستثمار من خلال تحديد معدل العائد على الاستثمار كمتغير للتقييم. وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود تأثير لتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، حيث توجد علاقة عكسية بينهما، وكذلك وجود علاقة عكسية بين الرافعة المالية والعائد على الاستثمار.

- دراسة مسعودي حمزة والتوجي سيد اعلي "معايير اتخاذ القرارات المالية ودورها في ترشيد السياسة المالية للمؤسسة"، لنيل شهادة الماستر، جامعة احمد دراية، أدرار، 2017. هدفت إلى معرفة دور معايير اتخاذ القرارات المالية في ترشيد السياسة المالية للمؤسسة، حيث تم تحليل القوائم المالية للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز بأدرار، والتي عكست الوضعية المالية للمؤسسة وكذلك بعض معايير اتخاذ القرارات المالية. وتوصلت هذه الدراسة إلى أن المؤسسة لها وضعية مالية مقبولة نتيجة استعانتها ببعض معايير اتخاذ القرارات المالية.

- دراسة معروف هشام "المفاضلة بين مصادر التمويل في المؤسسة"، لنيل شهادة الماستر، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2013، هدفت الدراسة إلى معرفة أهمية الإدارة المالية في المؤسسة الاقتصادية، وكذلك تحديد مختلف مصادر التمويل المتاحة إضافة إلى تحديد الهيكل المالي الأمثل، وكذلك معرفة أهم المعايير والأسس والقيود المتحكمة في عملية التمويل.

وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود دور مهم للإدارة المالية والمدير المالي في عملية اتخاذ القرار المالي والمفاضلة بين مصادر التمويل.

### IX. صعوبات الدراسة:

خلال الدراسة الميدانية، واجهنا بعض الصعوبات والمتمثلة في:

- مدة التربص الممنوحة من طرف المؤسسة قصيرة جدا.
- صعوبة الحصول على البيانات والمعلومات نظرا لكونها مؤسسة وطنية.

- عدم تعاون مدير قسم المالية معنا بالرغم من تخصصه في الإدارة المالية.
- بعد مركب تمييع الغاز الطبيعي عن مكان إقامتنا.

### X. هيكل الدراسة:

تم تقسيم الدراسة إلى فصلين. خصص الفصل الأول لمعالجة الجانب النظري لمتغيرات الدراسة تحت عنوان الإطار المفاهيمي لـ: القرار المالي، العائد المحاسبي، تكلفة رأس المال، من خلال ثلاث مباحث، الأول بعنوان القرار المالي، والثاني بعنوان العائد المحاسبي، والثالث تحت عنوان تكلفة رأس المال. أما الفصل الثاني فخصص للدراسة التطبيقية للموضوع تحت عنوان أسس اتخاذ القرار المالي في ظل مقارنة العائد المحاسبي على تكلفة رأس المال دراسة حالة مركب تمييع الغاز الطبيعي -سكيدة- خلال الفترة (2014-2016)، والذي تضمن مبحثين، الأول بعنوان التعريف بالمؤسسة محل الدراسة، والثاني تحليل العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال والعلاقة بين القرار المالي والعائد المحاسبي وتكلفة رأس المال.

A graphic of a scroll with a black outline and a light gray background. The scroll is unrolled, with the top edge showing a small gray circle representing a roll. The text is written in a bold, black, cursive Arabic font. The word 'الفصل' (Chapter) is positioned at the top, and 'الأول' (The First) is positioned below it.

الفصل

الأول

## تمهيد الفصل:

إن اتخاذ القرارات المالية الرشيدة التي تضمن استقرار واستمرارية نشاط المؤسسة على المدى الطويل من أهم ما يشغلها، وتتمثل هذه القرارات في كيفية اختيار المشاريع الاستثمارية المناسبة والتي ستدر عوائد إضافية مستقبلاً، وكذلك البحث عن مصادر التمويل المتاحة لتغطية نفقات تلك الاستثمارات، لتحقيق في الأخير أهدافها المتمثلة في الرفع من قيمة المؤسسة وتحقيق رضا المساهمين.

إن عملية اتخاذ القرار المالي ليست بالأمر الهين، فهي تمر بعدة مراحل قائمة على دراسات دقيقة ومعقدة تتطلب وقتاً وجهداً وتكلفة، لكن من أهم المعايير التي تساعد المدير المالي على اتخاذ القرار المناسب هي تحقيق أعلى العوائد والأرباح تحت ظل التكلفة.

ولدراسة تأثير العائد والتكلفة على القرار المالي، قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، هي:

- المبحث الأول: القرارات المالية
- المبحث الثاني: العائد المحاسبي
- المبحث الثالث: تكلفة رأس المال



## المبحث الأول: القرار المالي

يعتبر القرار المالي من بين أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة، فله تأثير على ما تنوي هذه الأخيرة تحقيقه أو الوصول إليه. بما أنه يمس مباشرة الوظيفة المالية داخل المنشأة، فمن مهمة المدير المالي اتخاذ القرارات الحاسمة بعد دراسة معمقة، من أهمها التمويل وكيفية الحصول على الأموال، تحت ظل التكلفة، للاستثمار وكيفية توظيفها بأحسن طريقة تضمن تحقيق الأرباح أو الأهداف المسطرة. وعليه في هذا المبحث سنتطرق إلى ماهية القرار المالي، أنواع القرارات المالية وخطوات اتخاذ هذه القرارات وكذلك العوامل المؤثرة فيها.

### أولاً: ماهية القرار المالي:

قبل التطرق إلى القرار المالي، نعرف أولاً القرار وعملية اتخاذ القرار.

#### I. مفهوم القرار وعملية اتخاذه:

يمكن تعريف القرار على أنه المسار الذي يختاره متخذ القرار باعتباره أنسب وسيلة تتيح له تحقيق الهدف أو الأهداف التي يتبعها<sup>1</sup>.

وقد تغير المفهوم العام للقرار وتطور واتخذ وجهاً جديداً أكثر تعقيداً، يعرف بما يسمى عملية اتخاذ القرار. وعليه فإن عملية اتخاذ القرار هي العملية القائمة على الاختيار المدرك للغايات والأهداف<sup>2</sup>، التي تعمل على نقل وظيفة التخطيط إلى الواقع العملي في المؤسسة، واتخاذ القرار ليس فقط عنصر مهم في عملية التخطيط فقط، بل هو التحريك الفعلي لوظائف الإدارة الأخرى من تنظيم وتوجيه ورقابة<sup>3</sup>.

مما سبق، يمكن استنتاج أن القرار وعملية اتخاذه ما هما إلا عنصرين مكملين لبعضهما، الأول قائم على جمع البيانات والمعلومات الخاصة بمشكلة ما والدراسة الدقيقة لها، والثاني يختص بالطريقة التي يتم بها تنفيذ القرار الذي تم الوصول إليه، حيث أن صناعة القرار تسبق عملية اتخاذ القرار، الهدف منهما الوصول بالمؤسسة لتحقيق أهدافها التي تسعى إليها.

#### II. مفهوم القرار المالي:

توجد عدة تعريفات للقرار المالي، نذكر منها: "اختيار البديل الأمثل من بين العديد من المواقف المالية، حيث يقوم المحلل المالي بتحليل القوائم أو التقارير المالية والبحث عن المعلومات المحاسبية والمالية وتحليلها وتعديلها لتساعده

<sup>1</sup> نواف كنعان، اتخاذ القرارات الإدارية بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 83.

<sup>2</sup> مسعودي حمزة، التوجي سيد اعلي، معايير اتخاذ القرارات المالية ودورها في ترشيد السياسة المالية للمؤسسة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر تخصص مالية مؤسسة، جامعة أحمد دراية، أدرار، 2016/2017، ص 3.

<sup>3</sup> فاطمة الزهرة قرامز، دور نظام المعلومات المحاسبي في اتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية في المؤسسة الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم تخصص علوم مالية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2016/2017، ص 27.

في اتخاذ القرار المالي الذي يترتب عنه زيادة القيمة السوقية للمؤسسة خلال فترة زمنية معينة"<sup>1</sup>. أو هو "اختيار أنسب وليس أمثل البدائل المتاحة أمام متخذ القرار لإنجاز الهدف أو الأهداف المرجوة أو حل المشكلة التي تنتظر الحل المناسب"<sup>2</sup>. كما يعبر عن "القرارات التي تخص الأمور المالية في المؤسسة، مثل حجم الأموال التي يمكن استثمارها لتمكين المؤسسة من الوصول إلى الهدف الذي وجدت من أجله، الأصول التي يمكن حيازتها، نمط الرسملة، طريقة توزيع الأرباح وما شابهها من المسائل المالية. كلها تقع على عاتق المدير المالي وحده أو بالتنسيق مع المدراء الأقسام الآخرين"<sup>3</sup>.

مما سبق، فإن القرار المالي يقع على عاتق الإدارة المالية داخل المؤسسة، وهو كل قرار يختص بالمفاضلة بين البدائل المالية المتاحة أمام المدير المالي التي تسمح له بتحقيق الأهداف المرجوة أو أقصى ربح ممكن بأقل التكاليف، سواء اهتمت تلك القرارات في كيفية الحصول على الأموال، أو كيفية توظيف تلك الأموال، أو طريقة توزيع الأرباح المحققة لاحقاً.

حسب التعريفات السابقة، تظهر لنا عناصر القرار المالي والمتمثلة في:

- المفاضلة بين عدة بدائل؛
- دراسة وتقييم كل بديل من البدائل؛
- وجود هدف أو مجموعة من الأهداف؛
- وجود صانع القرار أو متخذ القرار؛
- اختيار أنسب بديل حسب الحاجة؛
- الوصول إلى النتائج المرغوب فيها.

### III. أهداف القرار المالي:

للقرارات المالية أهداف عديدة نلخصها فيما يلي<sup>4</sup>:

- تعظيم قيمة المؤسسة؛
- تحديد مبلغ الأموال التي ستستثمر وكذلك نوع الأصول محل الاستثمار؛
- البحث عن مصادر التمويل بأقل التكاليف؛
- الوصول إلى الاختيار الأنسب والمفاضلة بين مختلف البدائل المالية المتاحة حسب حاجة المؤسسة؛

<sup>1</sup> عبد الغفار الحنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 207.

<sup>2</sup> حسين بلعجوز، نظرية القرار: مدخل إداري وكمي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008، ص 101.

<sup>3</sup> <https://www.shivajicollege.ac.in/sPanel/uploads/econtent/80732f0694fae86e422d7437b47a4548.pdf> consulté le 28/04/2021 à 05:30.

<sup>4</sup> مليكة زغيب، إلياس بوجعادة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة المسيلة، يومي 14 و15/04/2009، ص ص 2-3.

- اختيار التوليفة الجيدة بين القرارات المالية المختلفة لتحقيق أهداف المؤسسة؛
- تحقيق مردودية مرتفعة في مقابل تدنية التكاليف؛
- تعظيم ثروة الملاك، فكلما كانت القرارات المتخذة جيدة، كلما ارتفعت أرباح المؤسسة بانتظام.

ثانيا: أنواع القرارات المالية:

## I. قرار الاستثمار Investment Decision:

للتعرف أكثر على قرار الاستثمار، نلم أولا بمفهوم الاستثمار وأهدافه ثم نصل إلى أسس اتخاذ القرار الاستثماري.

### 1. مفهوم الاستثمار:

للاستثمار تعريفات متعددة، نذكر منها: عملية تبادل بين نفقة مؤكدة وحاضرة، وأمل تحقيق موارد مستقبلية مصحوبة بمردودية مقبولة. وبعبارة أخرى يمكن تعريف الاستثمار بتخصيص أموال لاقتناء استثمارات مادية ومعنوية لغرض الحصول على عوائد مستقبلية<sup>1</sup>. كما هو ارتباط بهدف تحقيق مكاسب متوقعة على مدى فترة طويلة في المستقبل فالاستثمار إذا هو نوع من الإنفاق ولكنه إنفاق على أصول يتوقع منها تحقيق عائد على مدى فترة طويلة من الزمن<sup>2</sup>.

فإذن قرار الاستثمار هو القرار الذي يهتم بكيفية توظيف الأموال من أجل الحصول على أرباح مستقبلا.

### 2. أهداف الاستثمار:

تقوم المؤسسة بالاستثمار وهذا لتحقيق عدة أهداف والتي تتباين حسب رؤية المؤسسة وطبيعة الاستثمار، إلى أن الأهداف المتعارف عليها يمكن إجمالها فيما يلي<sup>3</sup>:

- تعظيم الأرباح.
- المحافظة على الموقع في السوق.
- المحافظة على استقرار موقع المؤسسة مع احترام حجم الأصول والخصوم.

<sup>1</sup> خميسي شبيحة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومو للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2013، ص 147.

<sup>2</sup> عطى الله عبد الرحمان، تقييم الأداء المالي ودوره في اتخاذ القرارات المالية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر تخصص مالية المؤسسات، جامعة 8 ماي 1945، قلمة، 2013/2012، ص 22.

<sup>3</sup> بوهالي محمد، لعبني عمر، أثر القرارات المالية على نمو المؤسسة، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، العدد 01، المجلد 04، جامعة الجزائر 03، 2019، ص 29.

### 3. أسس اتخاذ القرار الاستثماري:

للوصول إلى اتخاذ القرار الاستثماري الصائب، ينبغي على المؤسسات الالتزام بمجموعة من الخطوات والأسس العلمية، ومن بين هذه الأسس ما يلي<sup>1</sup>:

أ- تحديد نوعية الاستثمار موضوع الدراسة: هناك ثلاثة أنواع لمشاريع الاستثمار طويلة الأجل تتمثل في الآتي:

- استثمارات جديدة بهدف توليد طاقة إنتاجية جديدة لم تكن موجودة من قبل.
- استثمارات توسعية وتتمثل في استثمارات إضافية مطلوب إضافتها للاستثمارات قائمة بالفعل بهدف إضافة طاقة إنتاجية جديدة.
- استثمارات تتعلق بالإحلال والتجديد والتي تتمثل في عمليات إحلال أو استبدال بعض الأصول القديمة داخل دائرة عمرها الافتراضي بأصول أخرى جديدة كرد فعل لعوامل التقدم التكنولوجي.

ب- تحديد البدائل الممكنة: أو المتاحة لحسم الموقف سواء كان الاستثمار جديداً أو توسعياً أو مرتبطاً بعمليات تجديد أو إحلال، وهنا يمكن أن تتعدد البدائل المتاحة أمام متخذ القرار أو في حالات أخرى قد تنحصر هذه الاختيارات في بديل واحد، ففي حالات التعدد الأولى يتم تحديد مزايا وعيوب كل بديل (عائد وتكلفة) تمهيداً للاختيار، أما في الحالة الثانية فيتمثل التحديد هنا في تحديد التكلفة والعائد المرتبطة بالبديل الوحيد المطروح تمهيداً لاتخاذ القرار المتعلق بالقبول أو الرفض.

ج- تحديد مزايا وعيوب كل بديل: حيث يتم ذلك بإتباع طرق تقييم موضوعية تعطي عند تطبيقها على كل بديل نتائج رقمية تعبر عن النتيجة النهائية للمقابلة بين التكلفة والعائد المرتبطة بالبديل المطروح والمرتبطة أساساً بعلاقة كل منها بتعظيم قيمة المنشأة أو المشروع.

د- اتخاذ القرار الاستثماري: والذي يتم من خلال نتائج المرحلة السابقة، وذلك بإقرار البديل الذي ينتج عنه أفضل نتائج رقمية. ومن المنطقي أنه في تلك الحالة التي يكون أمامنا فيها بديل واحد فيصبح القرار إيجابياً أو سلبياً حسب اتجاه النتائج المستخلصة من تقييم البديل بالطرق المستخدمة.

## II. قرار التمويل Financing Decision:

فيما يلي نتطرق إلى تحديد أهم جوانب القرار التمويلي وكيفية وصول المؤسسة إلى اتخاذ هذا القرار.

### 1. مفهوم التمويل:

توجد عدة تعريفات للتمويل، فمنها هو تزويد المشروع بالأموال اللازمة في أوقات الحاجة إليها<sup>2</sup>. وهو تلك الوظيفة الإدارية (المدير المالي) في المؤسسة التي تختص بالبحث عن السبل المناسبة للحصول على الأموال واختيار

<sup>1</sup> نبيل شاكر، تقييم المشروعات، كتب عربية للنشر والتوزيع الإلكتروني، ص ص 178-179.

<sup>2</sup> طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص 21.

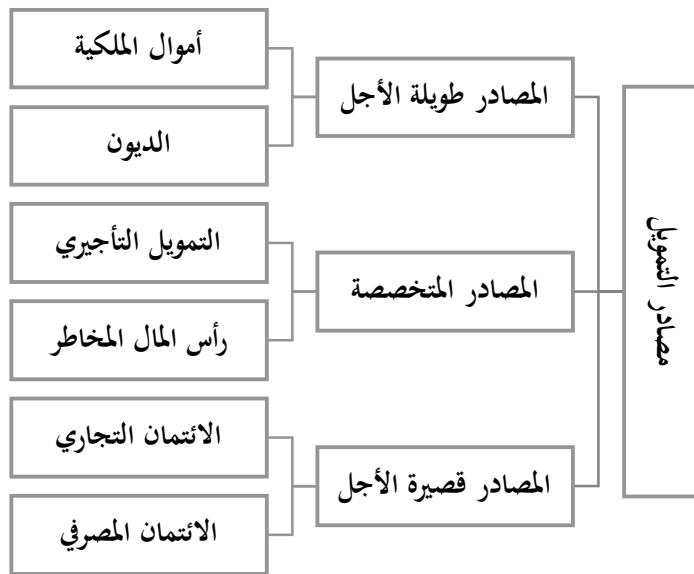
وتقييم تلك الأساليب والحصول على أفضل مزيج بينها بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المؤسسة مما يساعدها على تحقيق أهدافها<sup>1</sup>.

حسب التعريفين السابقين، فإن قرار التمويل هو القرار الذي يهتم بالبحث عن مصادر التمويل المتوفرة والمناسبة لاحتياجات المؤسسة بأدنى تكلفة ممكنة، حيث تقوم على المفاضلة بين مختلف البدائل المتواجدة واختيار الهيكل المالي المناسب.

## 2. مصادر التمويل:

يمكن اجمالها في الشكل الموالي:

### الشكل رقم 01: أنواع مصادر التمويل



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المعطيات

### 2.1. المصادر طويلة الأجل:

تتشكل من أموال الملكية والديون.

#### أ. أموال الملكية:

تتمثل في كل ما تمتلكه المؤسسة من الأسهم بنوعيتها وما تبقى من الفائض النقدي بعد توزيعها للأرباح.

#### أ1 - التمويل الذاتي:

يعرف على أنه الفائض النقدي الصافي المتاح للمؤسسة بعد توزيع الأرباح، ويمثل كذلك رأس المال الضمني للمؤسسة الممكن إعادة استثماره في النشاط انطلاقاً من الفوائض الناتجة عن الاستغلال<sup>2</sup>. وعليه فهو نمط من

<sup>1</sup> د. حدادو، إدارة مصادر التمويل، محاضرات موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر تخصص إدارة مالية، جامعة آكلي محند أولحاج، البويرة، 2021/2020، ص 3.

<sup>2</sup> خالد أحمد علي محمود، اقتصاد المعرفة وإدارة الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2019، ص 141.

التمويل يستخدم تراكم المدخرات المتأتية من الأرباح التي حققها المشروع للوفاء بالتزاماته المالية، وتختلف قدرة المشروعات في الاعتماد على هذا المصدر لتمويل احتياجاتها ويرجع ذلك إلى أن توسيع إمكانيات التمويل الذاتي يرتبط أساساً بقدرة المشروع على ضغط تكاليف الإنتاج من جهة ورفع أسعار منتجاته الأمر الذي يسمح بزيادة الأرباح من جهة أخرى<sup>1</sup>.

وتظهر مكوناته في الجدول الموالي:

### الجدول رقم 01: مكونات التمويل الذاتي

العنصر	المفهوم
الأرباح المحتجزة (غير الموزعة)	تمثل أحد المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ إليه المنشأة لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل. وتمثل الأرباح المحتجزة الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك الشركة. ويتوقف حجم هذا المصدر على سياسات توزيع الأرباح في المنشأة وعلى حجم الأرباح المتحققة خلال الفترة.
الاحتياطات	تمثل جزءاً من الأرباح والموجهة إلى بند الاحتياطات لدعم المركز المالي للمشروع ومواجهة المخاطر المستقبلية كارتفاع التكاليف الاستثمارية في المستقبل عما هو مخطط ومقدر أثناء فترة الإنشاء. ويتم حجز الاحتياطات إما بمقتضى القانون أو النظام الأساسي للشركة كالاختياطي القانوني، والاختياطي النظامي، واختياطي شراء سندات حكومية، أو قد يتم تكوين الاحتياطات بقرارات صادرة من مجلس الإدارة وبموافقة الجمعية العمومية للشركة كاحتياطات التوسعات والتجديدات. وبصفة عامة تتمتع الاحتياطات بذات المزايا التي تتمتع بها الأرباح المحتجزة.
الاهتلاكات	تمثل الاهتلاكات عنصر رئيسي في التمويل الداخلي أو الذاتي للمؤسسة، وهي التي تمثل قيمة التدني السنوي لاستثمارات المؤسسة فهي مخصصات لتعويض أصولها مستقبلاً، وقد يتدخل المشرع في بعض الحالات لتمييز هذا النوع من التمويل أو لحفظه من آثار هبوط قيمة النقود وذلك بفرض طرق معينة لحساب أقساط الاهتلاك.
المؤونات	تعرف على أنها انخفاض من نتيجة الدورة المالية لمواجهة الأعباء والخسائر محتملة الوقوع، كما تعرف على أنها انخفاض غير عادي في قيمة الأصول وعلى المؤسسة أن تسعى لتفادي هذا الانخفاض. واستناداً لمبدأ الحيطة والحذر، يلزم القانوني التجاري الجزائري المؤسسات بتكوين مؤونات وتسجيلها بالدفاتر المحاسبية.

**المصدر:** من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات: محمد ساحل، التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية، مركز الكتاب الأكاديمي، الأردن، 2019، ص ص 66-67.

يحسب التمويل الذاتي من العلاقة التالية<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> معراج هواري، حاج سعيد عمر، التمويل التأجيري: المفاهيم والأسس، دار كنوز المعرفة العلمية، الأردن، 2013، ص 18.

<sup>2</sup> زغود تبر، محددات التمويل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009، ص 17.

التمويل الذاتي = الأرباح غير الموزعة (النتيجة الصافية - مكافآت رأس المال) + مخصصات الاهتلاكات والمؤونات

حيث تسمى الأرباح غير الموزعة بمصطلح التمويل الذاتي للنمو وتخصص هذه الأرباح لتمويل عملية النمو المستقبلي للمؤسسة. أما مخصصات الاهتلاكات التي تغطي التآكل المادي للاستثمارات ومخصصات المؤونات لتعويض تدني الأصول ومواجهة الأخطار والتكاليف، فتسمى بالتمويل الذاتي للبقاء.

أو من العلاقة التالية<sup>1</sup>:

التمويل الذاتي = القدرة على التمويل الذاتي - الأرباح الموزعة

أ2 - الرفع في رأس المال:

يتضمن الرفع في رأس المال إصدار أسهم جديدة للاكتتاب إما من طرف المساهمين الموجودين في المؤسسة أو من طرف مساهمين جدد<sup>2</sup>. حيث توجد عدة طرق لرفع رأس المال، وهي<sup>3</sup>:

- إصدار أسهم جديدة تدفع قيمتها نقدا.
- إصدار أسهم جديدة مقابل حصص عينية.
- إصدار أسهم جديدة مقابل ما على الشركة من ديون معينة المقدار حالة الأداء.
- إصدار أسهم جديدة بمقدار فائض الاحتياطي الذي تقرر الجمعية العامة غير العادية إدماجه في رأس المال أو زيادة القيمة الاسمية للأسهم المتداولة بمقدار الفائض المذكور.

ب. الديون:

ينقسم التمويل عن طريق الديون في المؤسسة إلى التمويل عن طريق السندات أو القروض طويل الأجل.

ب1 - السندات:

تلجأ المؤسسات إلى التمويل بالسندات في حال فشلها في بيع أسهمها، حيث تقوم بإصدار سندات على شكل أوراق متداولة تمثل دين هذه المؤسسة، بحيث يجب أن تتوفر بعض الشروط القانونية، وهي:

- الشكل القانوني للمؤسسة: شركة أموال (مساهمة)
- تاريخ نشأة المؤسسة: لا يقل عن سنتين منذ نشأتها.
- إثبات وجود المؤسسة: إعداد ميزانيتين لسنتين متتاليتين مصادق عليها بصفة منتظمة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Nathalie Gardès, Chapitre 03 : Le Choix De Financement, Un Cours Sur La Finance D'entreprise, 2006, P 4.

<sup>2</sup> Fadoua Anairi, Said Radi, source de financement des PME et contraintes de survie, european scientific journal, n° 25, european scientific institute, vol 13, 2017, p 322.

<sup>3</sup> محمد بن براك الفوزان، الأحكام العامة للشركات: دراسة مقارنة، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، 2014، ص 333.

<sup>4</sup> معروف هشام، المفاضلة بين مصادر التمويل في المؤسسة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر تخصص مالية وتأمينات وتسيير المخاطر، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2013/2012، ص 46.

**ب2 - القروض طويلة الأجل:**

تعد من المصادر المتاحة أمام المؤسسة والتي تمنحها المؤسسات المصرفية عن طريق التفاوض المباشر، تتم من خلال انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقا لشروط محددة متضمنة بالعقد المبرم بينهما. وتتعلق هذه الشروط ب:

- قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحق عليه وتاريخ الاستحقاق.
- رهونات أو الضمانات المرتبطة بالقرض.
- فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض.
- أوجه الاستخدام المخصصة للقرض<sup>1</sup>.

**2.2. المصادر المتخصصة:**

تعتبر المصادر المتخصصة من المصادر الحديثة التي تعتمد عليها المؤسسات في تغطية احتياجات تمويلها، من بينها التمويل التأجيري ورأس المال المخاطر.

**أ. التمويل التأجيري Leasing:**

يسمى أيضا بالتأجير الرأسمالي، وهو أسلوب من أساليب التمويل يقوم بموجبه المؤجر بشراء أصل رأسمالي تحدد مواصفاته من قبل المستأجر الذي يستلم هذا الأصل من المورد بعد معانيته بشرط تسديد قيمته على فترات متتالية ومحددة مقابل استخدام وتشغيل هذا الأصل<sup>2</sup>. ويمتاز هذا النوع من الإيجار بالمميزات التالية<sup>3</sup>:

- اتفاقية الإيجار تكون على طول العمر الاقتصادي للأصل.
- المستأجر (الذي يقوم بإيجار الأصل) يكون مسؤولا عن التأمين والضريبة وتكاليف الصيانة.
- غالبا ما يكون للمستأجر (الذي يقوم بإيجار الأصل) الحق في تجديد اتفاقية الإيجار.
- تنتهي عملية الإيجار بهذا النوع بتمليك المستأجر للأصل الذي استأجره

**ب. رأس المال المخاطر:**

تقنية من تقنيات التمويل التي تقوم على المشاركة المؤقتة بين الممول وصاحب الفكرة، يتم عن طريق تملك حصص أو أسهم في المشاريع ذات المخاطرة العالية وينتهي بخروج المستثمر المخاطر مع رأس ماله والأرباح، بحيث لا يقتصر

<sup>1</sup> حراش معاذ، نمر أحمد، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية للمؤسسة، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر تخصص مالية المؤسسة، جامعة ألكلي محمد أولحاج، البويرة، 2014/2015، ص ص 7-8.

<sup>2</sup> طارق كاظم عجيل، الوسيط في عقد البيع - الجزء الأول: انعقاد العقد-، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 59.

<sup>3</sup> علي خلف عبد الله، وليد ناجي الحياي، التحليل المالي واستخداماته للرقابة على الأداء والكشف عن الانحرافات، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، 2015، ص 110.



دوره فقط على التمويل المادي، بل يقدم الدعم الفني والاستراتيجي والتسويقي والإداري<sup>1</sup>. ولا يختص في تمويل المؤسسات الناشئة فقط، بل يمكن اللجوء إليه في حالة مؤسسة في توسع أو مؤسسة في ذروة نشاطها.

## 2.3. المصادر قصيرة الأجل:

تتمثل المصادر قصيرة الأجل في المصادر المستعملة لتمويل دورة الاستغلال في المؤسسة، من أهمها الائتمان التجاري والائتمان المصرفي.

### أ. الائتمان التجاري:

يتمثل في المبيعات والبضائع التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها دون دفع قيمتها نقداً، وغالبا يخص البضائع وليس الأصول الثابتة.<sup>2</sup> ويمنح هذا الائتمان حسب عدة عوامل مثل رغبة البائع في التخلص من مخزونه السلعي، أو حسب العوامل الناجمة عن حالة التجارة والمنافسة وغالبا ما يتم منحه في السلع التي تتميز بالطلب الكبير، فيتخذ عدة أشكال منها الحساب المفتوح (الحساب الجاري)، الكمبيالة أو السند الأذني، فهي تمكن المشتري من الحصول على ما يحتاجه من البضائع بصفة عاجلة مقابل وعد منه بسداد قيمة السلعة عند تاريخ آجل.

من شروط الائتمان التجاري نجد:

- الدفع نقدا قبل التسليم.
- الدفع نقدا بعد التسليم.
- الدفع نقدا عند التسليم.

### ب. الائتمان المصرفي:

يقصد به القروض قصيرة الأجل (التي لا تتجاوز السنة)، التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك، حيث يعتبر مصدرا مقبولا لتمويل الاستخدامات الدائمة التي تعاني من صعوبة في تمويلها من المصادر طويلة الأجل<sup>3</sup>. وعادة، تحتاج المشاريع خلال دورة التشغيل إلى تمويل قصير الأجل لفترة زمنية معينة لتغطية احتياجات الدورة أو التوسع في نشاط المؤسسة، فتقوم هذه الأخيرة بالتمويل عن طريق الائتمان المصرفي بشرط أن يتم التسديد في فترة أقل من سنة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> محمد سعد الناصر، رأس المال المخاطر: نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، بحث مكمل لمرحلة الماجستير مدعوم من برنامج دعم أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود، المملكة العربية السعودية، 2012، ص 33-34 (مذكرة منشورة).

<sup>2</sup> زهواني رضا وآخرون، دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية - قرار التمويل، قرار الاستثمار وتوزيع الأرباح-، مجلة العلوم الإدارية والمالية، العدد 01، المجلد 01، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، 2017، ص 247.

<sup>3</sup> بن عودة صبرينة، علواش سعدية، دور لوحة القيادة في ترشيد قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر تخصص مالية مؤسسة، جامعة أكلي محمد أولحاج، البويرة، 2014/2015، ص 18.

<sup>4</sup> دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2009، ص 227.

### 3. اختيار الهيكل المالي المناسب:

- حتى تتوصل المؤسسات إلى الهيكل التمويلي المناسب يجب عليها أولاً اتخاذ بعض الخطوات اللازمة للمفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة المتاحة أمامها، لذا فإنه لا بد من أن تأخذ بعين الاعتبار العوامل التالية<sup>1</sup>:
- حجم الأموال المطلوبة والفترة الزمنية اللازمة.
  - موائمة مصادر التمويل لأبواب الاستثمار.
  - تكلفة التمويل الفعلية مقارنة مع العائد المتوقع على الاستثمار.
  - مدى تزامن مواعيد التسديد مع مواعيد التدفقات النقدية الداخلة.
  - القيود المفروضة من مصادر التمويل.

## II. قرار توزيع الأرباح:

يعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات المهمة داخل المؤسسة، فالمساهمون في هذه الأخيرة يتوقعون الحصول على نسبة معينة من الأرباح في مقابل تخليهم عن جزء من أموالهم التي استثمروها. فتولي المؤسسة اهتمامها اتجاه الأرباح المحققة في آخر السنة، وتحاول المحافظة على استقرارها بين تهدئة المساهمين والاحتفاظ بجزء من الأموال المحققة، باتباع سياسات معينة، حتى تضمن سيرورتها بسلاسة وانتظام.

### 1. ماهية قرار توزيع الأرباح:

#### أ. مفهوم الأرباح الموزعة:

هي عبارة عن توزيعات للأرباح المحققة، سواء في الماضي أو الحاضر، على المساهمين في المؤسسة على أساس نسبة مساهمتهم، طبعاً بعد اقتطاع الضريبة<sup>2</sup>. وتعد التوزيعات جزءاً من الأرباح التي يقوم المسير بتوزيعها على الملاك، بعد موافقة الجمعية العامة، على حملة الأسهم العادية في شكل نقدي أو عيني (أسهم)، هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو دورة من الدورات السابقة، لتلبية احتياجات الملاك، أو لإرسال إشارة للسوق عن وضعية وعينة، وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الأجنبية (الاستدانة)<sup>3</sup>.

وتعرف أيضاً بأنها مجموعة قرارات تشمل كافة الأمور التي تحدد النسبة المئوية للأرباح النقدية التي على المساهمين من حملة الأسهم العادية، وزمن توزيع هذه الأرباح<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية: إطار نظري ومحتوى عملي - التمويل والاستثمار والتخطيط والتحليل المالي-، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 57.

<sup>2</sup> George M. Frankfurter and Others, Dividend Policy: Theory And Practice, Academic Press, San Diego, USA, 2003, P 3.

<sup>3</sup> حراش معاد، نمر أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 38.

<sup>4</sup> حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 19.

مما تعدى، فإن قرار توزيع الأرباح يتعلق بجزء من الأرباح التي حققتها المؤسسة الذي سيوزع على المساهمين، والجزء الذي سيتم احتجازه لإعادة استثماره، حيث له ارتباط قوي بقرارات الاستثمار وقرارات التمويل. فكلما كانت هذه القرارات جيدة، كلما حققت المؤسسة أرباحا مرتفعة بانتظام.

### ب. خصائص الأرباح الموزعة:

تتصف سياسة توزيعات الأرباح بعدة خصائص نجدها في أغلب المؤسسات منها ما يلي<sup>1</sup>:

- **التوزيعات لها نفس ميل الأرباح:** يتم توزيع الأرباح اعتمادا على الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، لذا هناك علاقة تربط بين هذين المتغيرين، وقد قام John Lintner بدراسة الطريقة التي تحدد خلالها المؤسسة مبلغ التوزيعات الذي يتم تحويله للمساهمين، إذ توصل أن المؤسسة تحدد نسبة مستهدفة من التوزيعات بالاعتماد على الأرباح المحققة، والتي قد تشهد تغيرات في قيمتها بفعل التغير في تطور مستوى الأرباح، أما Babiak & Fama فقد لاحظا تأخر بين الأرباح والتوزيعات مع تقلص في التغيرات على مستوى التوزيعات مقارنة بالأرباح عبر عدة مراحل، وكان ذلك إثبات لما توصل إليه John Lintner بأن التغيرات على مستوى التوزيعات إنما تكون محصلة للتطورات الحاصلة في الأرباح.
- **توزيعات الأرباح مستقرة:** في الغالب لا تحبب المؤسسات فكرة إجراء تعديلات على قيمة توزيعات الأرباح، ويرجع هذا التخوف من تعديل قيمة توزيعات الأرباح إلى عدة عوامل منها تخوف المؤسسة من عدم قدرتها على تغطية توزيعات أعلى في الفترات المستقبلية، والعمل على تجنب رد فعل السوق نتيجة الإعلان عن تخفيض توزيعات الأرباح.
- **توزيعات الأرباح تتبع دورة حياة المؤسسة:** على العموم تتبع سياسة توزيعات الأرباح موقع المؤسسة من دورة حياتها وما تفرضه من متطلبات استثمارية؛ المؤسسات بالرفع من توزيعات الأرباح والحفاظ دائما على مستواها، حيث أظهرت العديد من الأبحاث أن توزيعات الأرباح أقل تغيرا من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة كونها تتحكم في توزيعات الأرباح على عكس الأرباح.
- **تطور توزيعات الأرباح أكثر مرونة من تطور الأرباح المحققة من قبل المؤسسة:** وهذا نتيجة لقيام المؤسسات بالرفع من توزيعات الأرباح والحفاظ دائما على مستواها، حيث أظهرت العديد من الأبحاث أن توزيعات الأرباح أقل تغيرا من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة كونها تتحكم في توزيعات الأرباح على عكس الأرباح.

<sup>1</sup> عبد الكريم خيري، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه تخصص علوم تجارية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2018/2019، ص 140.

• **اختلاف سياسة توزيع الأرباح عبر الدول:** تختلف سياسة توزيع الأرباح من دولة لأخرى ويرجع ذلك إلى عدة عوامل كالاختلاف في مستويات النمو بالنسبة للمؤسسات، الاختلاف في مستويات الضرائب المفروضة على توزيعات الأرباح والأرباح الرأسمالية واختلاف حوكمة المؤسسات بين الدول.

## 2. أنواع سياسة توزيع الأرباح:

تمتلك الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية الحق في اختيار السياسة الخاصة بتوزيع الأرباح وفق ما يتناسب وخططها وعلاقتها بالمساهمين، لذلك تختلف سياسة توزيع الأرباح من مؤسسة لأخرى، وفيما يلي عرض لأنواع السياسات التي يمكن للمؤسسات اتباعها<sup>1</sup>:

أ. **سياسة التوزيعات المنتظمة:** تحت هذه السياسة، تقوم المؤسسة بتوزيع أرباح منتظمة على المساهمين كل سنة. حتى إذا حققت المؤسسة نتائج غير عادية (بمعنى عوائد أعلى من المتوقع)، فإن الزيادة المحققة لن يتم توزيعها بل تخزن كأرباح محتجزة. وإذا حققت المؤسسة خسائر، فسيحصل المساهمون على أرباحهم مهما كانت الظروف.

تستعمل هذه السياسة من طرف المؤسسات التي لها تدفقات نقدية ثابتة وعوائد مستقرة. فهذه المؤسسات تعتبر كاستثمار خالي من المخاطر، فحتى إذا كانت توزيعات الأرباح منتظمة، فقد تكون منخفضة نسبياً.

ب. **سياسة التوزيعات المستقرة:** باتباعها فإن نسبة التوزيعات من الأرباح تكون محددة من قبل. فهذه النسبة تبقى ثابتة، حتى وإن حدثت أي تغييرات في مقدار الأرباح سواء بالارتفاع أو الانخفاض لن يؤثر على مقدار نسبة الربح الموزع. وعموماً فإن هذا الإجراء عند تطبيقه يضمن توزيع أرباح بنمط مستقر.

تعتبر المؤسسات التي تتبع هذه السياسة ذات مخاطرة بالنسبة للمستثمرين، لأن قيمة الأرباح التي ستوزع عليهم تتأثر بقيمة الأرباح المحققة، وبذلك يكون المستثمرين غير متأكدين من قيمة الأرباح التي سيتلقونها.

ج. **سياسة التوزيعات غير المنتظمة:** باتباع هذه السياسة فالمؤسسة غير ملزمة بدفع أرباح المساهمين، ويرجع القرار إلى مجلس الإدارة فيما يخص الأرباح المحققة. فإذا حققت المؤسسة عوائد غير عادية خلال سنة معينة، يمكن لها أن تقرر توزيع الأرباح كما يمكن لها أن تحتجزها كاملة لاستعمالها في التوسع والنمو أو مشاريع مستقبلية.

المؤسسات التي تتبع هذه السياسة تتمتع بتذبذب في التدفقات النقدية ومشكل في السيولة، فالمستثمرون في هكذا مؤسسات يواجهون خطر عدم تلقي أرباحهم في نهاية السنة المالية.

د. **سياسة غياب التوزيعات:** تحت هذه سياسة فإن المؤسسة لا تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين، وإنما تقوم بحجزها لإعادة استثمارها لتحقيق عوائد أكثر مستقبلاً. فالمؤسسات التي لا تقوم بتوزيع الأرباح تكون دائمة النمو والتوسع، فينجذب لها المستثمرون بسبب قيمتها في السوق. فبالنسبة لهم قيمة السهم السوقية أهم من التوزيعات التي يتحصلون عليها.

<sup>1</sup> <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/dividend-policy/>, visited on 18/05/2021 at 11:11

### 3. العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح<sup>1</sup>:

أ. **القيود القانونية:** ونعني بذلك وجود قيود قانونية على المؤسسة تحد من قدرتها على توزيع الأرباح، وتنقسم هذه القيود عادة إلى قسمين:

● **قيود عامة يفرضها القانون على جميع الشركات:** مثل وجود احتياطي قانوني كنسبة معينة من الربح يجب احتجازها، أو عدم جواز توزيع أرباح إذا كانت الخسوم أكبر من الأصول، أو إذا كانت قيمة التوزيعات أكبر من قيمة الأرباح المحتجزة في الميزانية.

● **قيود يفرضها الدائنون أو حملة الأسهم الممتازة على إدارة المؤسسة:** كشرط لمنح القرض، مثل عدم جواز توزيع الأرباح إلا بعد تسديد الديون المستحقة على المؤسسة، أو عدم جواز توزيع أرباح على حملة الأسهم العادية إذا مل يتم دفع توزيعات أرباح الأسهم الممتازة في أي سنة من السنوات، أو ضرورة وجود حد أدنى من رأس امال العامل قبل توزيع أية أرباح على المساهمين.

ب. **القيود التعاقدية:** قد تتضمن الاتفاقيات والعقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين أو بينها وبني أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط تحد من تصرف المؤسسة، حماية للدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة، حيث قد يشترط الدائنون أن ال يتم إجراء أي توزيعات نقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد أن يتم الوفاء بالشروط الاتفاقية، حيث قد يشترط الحفاظ على مستوى ملائم من رأس المال العامل أو قيود على الاستثمارات، وقد يشترط محلة الأسهم الممتازة لجمعية للأرباح ألا يتم دفع أو إجراء أي توزيعات لحملة السهم العادية إلا بعد دفع توزيعات الأسهم الممتازة المستحقة حالياً أو عن سنوات سابقة.

ج. **الضرائب:** تشجع الميزة الضريبية للديون الناتجة عن خصم الفوائد من الوعاء الضريبي استخدام الديون في التمويل، مما يعني أن المؤسسة مستعدة الاستخدام درجة ما من الرفع المالي لتمويل استثماراتها عن طريق الديون، ونتيجة لذلك فإنه في الأجل الطويل يمكن التوسع في استخدام التمويل بالديون، مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة الديون في الهيكل المالي مقارنة بالأموال الخاصة، وتطبيق هذا الأسلوب في التمويل بالديون، مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة الخارج من المؤسسة في شكل فوائد، بينما يتبقى الجزء الأقل لمقابلة التوزيعات النقدية.

د. **فرص الاستثمار والنمو:** تتوقف سياسة توزيع الأرباح على فرص الاستثمار المتاحة أمامها، فإذا كانت المؤسسة في مرحلة النمو، فإن حاجتها إلى الأرباح لإعادة استثمارها تكون أكبر من حاجة مؤسسة أخرى في مرحلة النضج، فالمؤسسة التي تعيش في مرحلة النمو سوف تقرر احتجاز كل أو جزء كبير من الأرباح مما يمثل قيوداً كبيراً على سياسية توزيع الأرباح.

<sup>1</sup> حراش معاذ، نمر أحمد، مرجع سبق ذكره، ص40.

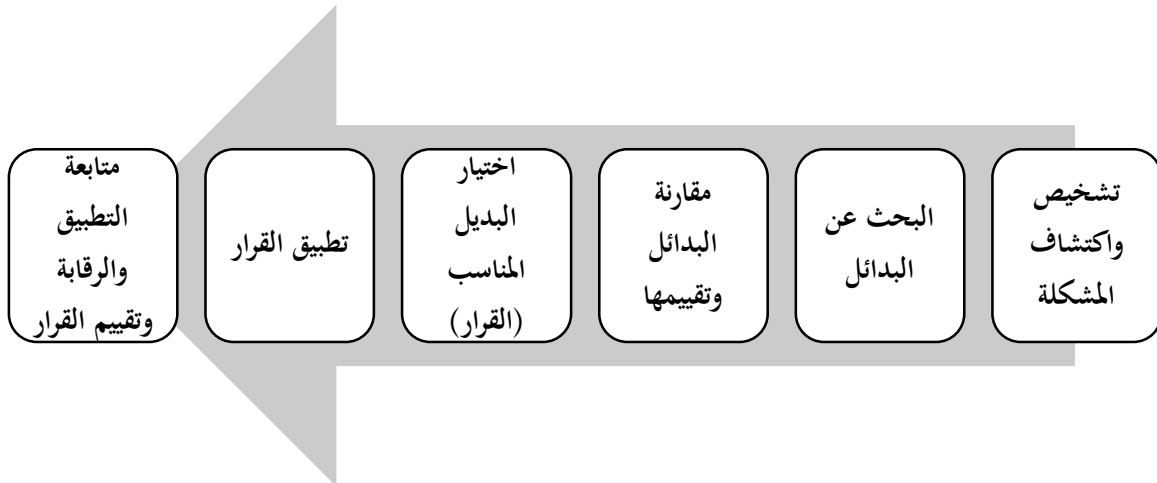
هـ. السياسات المتبعة من طرف المؤسسات المثيلة: تحاول المؤسسة التعرف على نسبة التوزيعات التي تتبعها المؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع أو المؤسسات التي تتمتع بنفس الخصائص كمعدل النمو، ذلك أن اتباع سياسة مماثلة لما هو سائد يمكن أن يكون مبررا لسياسة المؤسسة.

و. الوضع الاقتصادي العام: تعمل المؤسسة كمتعامل اقتصادي ضمن محيط اقتصادي تؤثر فيه وتتأثر به، ومنه فإذا كانت الظروف الاقتصادية العامة التي متر بها البالد تتسم بعدم الاستقرار والتقلبات السريعة والمفاجئة فإن كل ذلك من شأنه أن يدفع المؤسسة إلى الاحتفاظ بجزء كبير من الأرباح لمواجهة أي مشكل يعترض تطورها مستقبلا.

### ثالثا: خطوات اتخاذ القرار المالي:

تشتمل عملية اتخاذ القرار المالي على العديد من المراحل التي يمر بها المديرين حتى يتمكنوا من الوصول إلى الحل الأفضل واتخاذ القرار المناسب<sup>1</sup>، حيث نوضحها في الشكل الموالي:

#### الشكل رقم 02: خطوات اتخاذ القرار المالي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات المرجع

### 1. تشخيص واكتشاف المشكلة:

أو ما يسمى بمرحلة البحوث والدراسات لاكتشاف المشكلة، ففي مجال الإدارة المالية يتم الاستقصاء المنظم عن المعلومات التي يحتويها التنظيم الرسمي بحيث يمكن من تحسين نوعية القرارات المالية وذلك من خلال إجراء مقارنات لقوائم الدخل لعدة سنوات ماضية وكذلك التكاليف والأرباح والأصول والخصوم للكشف عن التغيرات وشكلها بالزيادة أو النقصان وقد تستخدم بهذا الشأن مختلف الأساليب لجمع المعلومات لقياس درجة التقلب أو الثبات في تدفقات الأموال وتغيرات القيمة وقد تمتد البحوث لجمع المعلومات المالية عن المشروعات التي تنمي

<sup>1</sup> محمد الفاتح المغربي، التمويل والاستثمار في الإسلام، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، السودان، 2018، ص ص 63-65.

للصناعة ككل والتي يعتبر المشروع جزء منها وإلى بعض القطاعات الاقتصادية ذات العلاقة بتمويل الشركة وإلى مصادر التمويل المختلفة.

## 2. البحث عن البدائل:

إن البديل هو الوسيلة الموجودة أمام الإدارة لحل المشكلة القائمة وتحقيق الأهداف المطلوبة واتخاذ القرار المالي المناسب ويجب أن يتصف البديل بقدرته على تحقيق بعض النتائج التي يسعى متخذ القرار للوصول إليها. وتتطلب عملية تحديد البدائل:

- القدرة على الابتكار لإيجاد الحلول المناسبة؛
- الاعتماد على التجارب والسجلات السابقة ومعلومات وخبرات الآخرين حتى يمكن الإلمام بجميع المعلومات والنواحي المتعلقة بالمشكلة وبالتالي بكل الحلول الممكنة.

فإذا كان القرار المالي يتعلق بالتمويل فيمكن أن تكون البدائل في التمويل الداخلي أو الاقتراض أو طرح أسهم المشروع. أما إذا كان قراراً استثمارياً فيمكن الاعتماد على الاستثمار قصير الأجل كالاستثمار في الموجودات المتداولة مثل النقد والذمم المالية المدينة والمخزون السلعي أو الاعتماد على الاستثمار طويل الأجل والمتمثل في الاستثمار بالموجودات الثابتة وهو أصعب البدائل لارتباطه بنوع من الاستثمار يتصف بكبر المبالغ وطول الفترة الزمنية للمشروع. وقد يكون في الاعتماد على الاستثمارات الاستراتيجية المرتبطة بالاستثمار الاستراتيجي.

## 3. مقارنة البدائل وتقييمها:

وذلك عن طريق تقدير النتائج المتوقعة الإيجابية والسلبية لكل بديل ووضع معايير محددة تقوم على أساس نتائج كل بديل واستبعاد البدائل التي لا تتطابق مع الحد الأدنى من المعايير الموضوعية التي لا تحقق مستوى الرضا. ويقصد بمستوى الرضا مدى تحقيق البدائل للشروط المطلوبة في اتخاذ القرار. ومن المعايير التي يمكن استخدامها في المقارنة بين البدائل المعايير المالية والتكلفة والفنية والإدارية والتي تتعلق بالربحية والتكاليف ومعدلات الفائدة ودوران رأس المال.....

## 4. اختيار البديل المناسب (القرار):

وفي هذه المرحلة يترجم المديرون جهودهم السابقة إلى اختيار أفضل البدائل والذي ينتج أكبر قدر من الفوائد والمزايا المحتملة ويقلص السلبيات والعيوب إلى أقل ما يمكن ويجب أن يعتمد القرار الخاص باختبار أحد البدائل على ما يلي:

- تحقيق الأهداف الجوهرية الصادر من أجلها.
- توفير الوقت والجهد والتكلفة بالمقارنة مع الخيارات الأخرى.
- الملائمة والإمكانات المتاحة.
- تقليل الآثار السلبية عند التطبيق.

■ الاهتمام بدراسة عنصر المخاطرة في مراحل التنفيذ المختلفة مستقبلا.

## 5. تطبيق القرار:

يعتقد بعض متخذي القرار أن دورهم ينتهي بمجرد اختيار البديل المناسب للحل ولكن هذا الاعتقاد خاطئ ذلك لأن البديل الذي تم اختياره لحل المشكلة يتطلب التنفيذ عن طريق تعاون الآخرين ومتابعة التنفيذ للتأكد من سلامة التنفيذ وصحة القرار.

## 6. متابعة التطبيق والرقابة وتقييم القرار:

تهتم الخطوة الأخيرة في اتخاذ القرار بمتابعة عمليات التطبيق وتقييم النتائج أولاً بأول حيث تبين الرقابة على التنفيذ مدى جودة القرار ودوره في حل المشكلة موضوع القرار هذا إلى جانب أن المتابعة تظهر مدى الانحراف عن المخطط سعياً إلى الدقة والسرعة في معالجة الانحرافات السلبية والتعرف على أسبابها حتى لا تتفاقم ويصعب مواجهتها.

## رابعاً: العوامل المؤثرة على القرارات المالية:

إن القرارات المالية من القرارات المصيرية التي يتخذها المسير المالي، والتي لها تأثير على بقاء المؤسسة صامدة في المحيط الذي تنشط فيه. هذا يأخذنا إلى دراسة كل العوامل المؤثرة على اتخاذ القرار المالي الحاسم والذي يجب على متخذ القرار أخذها بعين الاعتبار، وتمثل في العوامل الخارجية والعوامل الداخلية.

### 1. العوامل الخارجية:

تمثل العوامل الخارجية المؤثرة على القرار المالي في العوامل الخاصة بالبيئة الخارجية للمؤسسة، والتي لا يمكن للمؤسسة التحكم فيها، ولكن على المسير المالي اتخاذ القرار المناسب مع مراعاة هذه العوامل من خلال محاولة التنبؤ بما عبر الوسائل اللازمة، التي تمثل مجموعة فرص وتهديدات للمؤسسة والمتمثلة في: الحالة الاقتصادية للدولة، السياسة الضريبية المتبعة، تأثير المتعاملين مع المؤسسة، سياسات المؤسسات المالية، سوق المال ورأس المال، القواعد الحكومية.

### 2. العوامل الداخلية:

تمثل العوامل الداخلية في العوامل الخاصة بالبيئة الداخلية للمؤسسة والتي يمكن لها التحكم فيها، نذكر بعضها: طبيعة نشاط المؤسسة، العوائد المتوقعة، التكاليف والمخاطر التي تتعرض لها المؤسسة، هيكل الأصول، توقعات المساهمين، السيولة، دورة حياة المؤسسة، نوع الإدارة المتبعة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Hemant More, Functions Of Financial Management: Financial Decisions, from: [https://thefactfactor.com/facts/management/financial\\_management/financial-decisions/542](https://thefactfactor.com/facts/management/financial_management/financial-decisions/542), visited on 29/04/2021 at 16.45



### 3. تأثير متخذ القرار

ترتبط عملية صنع القرار المالي ارتباطا وثيقا بالصفات النفسية الرئيسية للفرد أو الأفراد المشاركين في عملية اتخاذ القرار، ويمكن تصنيف الخصائص النفسية الرئيسية للفرد أو الأفراد المشاركين في عملية اتخاذ القرار على أنها "سلوك صناع القرار" حسب الخصائص التالية: المخاطرة، الحذر، التسرع، التهور. يقع صانع القرار تحت تأثير هذه العوامل مما يؤدي إلى آراء وانطباعات وظواهر سلوكية معينة<sup>1</sup>.

بعض التعرض إلى القرارات المالية بالتفصيل، وكحوصلة للمبحث، يتبين لنا من خلال هذه المبحث أن القرار المالي ينقسم إلى ثلاث أنواع من القرارات، قرار الاستثمار، قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح، كما أن كل قرار عبارة عن عملية لها عدة خطوات وعوامل تؤثر عليها، لذا يجب أن يتمتع متخذ القرار ببعض المهارات والتي تساعده في اتخاذ القرار الصحيح لأنه بعد اتخاذ قرار معين لا يمكن الرجوع فيه.

<sup>1</sup> صاحبي عبد الجليل، مدوكي يوسف، الأساليب الكمية في ترشيد قرارات تمويل المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مكملة لمتطلبات نيل شهادة الماستر تخصص تأمينات وإدارة المخاطر، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2013/2012، ص 31.

## المبحث الثاني: العائد المحاسبي

يأخذ أسلوب أو معيار العائد المحاسبي عدة أشكال، حيث توجد له عدة تعريفات تستعمل كأساس في حسابه. هذا أدى إلى ظهور خلط في المفاهيم الأكاديمية والمهنية فيما يخص الصيغة التي ينبغي تبنيها في الحساب، بحكم أنه ليس له صيغة محددة، فيمكن لإدارة المؤسسة اتباع الطريقة التي تناسبها. من هذا المنطلق، سنحاول الإلمام بكل جوانب العائد المحاسبي من خلال التطرق إلى مفهوم العائد المحاسبي، كيفية حساب العائد المحاسبي ومزايا وعيوب العائد المحاسبي.

### أولاً: ماهية العائد المحاسبي:

#### I. مفهوم العائد المحاسبي:

يعرف العائد المحاسبي على أنه معادلة توضح نسبة العائد المتوقع من استثمار أو أصل معين، مقارنة بتكلفة الاستثمار الأولي. تقوم معادلة العائد المحاسبي على تقسيم متوسط عوائد المشروع على الاستثمار الأولي لاستخراج المعدل أو العائد المتوقع طول فترة عمر المشروع، حيث لا يأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود أو التدفقات النقدية المحققة<sup>1</sup>. كما يعد نسبة التدفق المحاسبي المحصل عند فترة زمنية معينة مقارنة بالقيمة الدفترية لرأس المال العامل لنفس الفترة، حيث المعلومات المستعملة لحسابه تكون مستخرجة من الدفاتر المحاسبية<sup>2</sup>.

لمعدل العائد المحاسبي (ARR) Accounting Rate of Return عدة تسميات، فهو يسمى ب<sup>3</sup>:

- متوسط معدل العائد (ARR) Average Rate of Return
- العائد على الاستثمار (ROI) Return On Investment
- معدل العائد على رأس المال العامل (ROCE) Return On Capital Employed
- متوسط معدل العائد الدفترية Average Book Rate Of Return
- العائد على القيمة الدفترية Return On Book Value
- معدل العائد الدفترية Book Rate Of Return
- معدل العائد غير المعدل Unadjusted Rate Of Return
- معدل العائد البسيط Simple Rate Of Return

<sup>1</sup> <https://www.investopedia.com/terms/a/arr.asp>, visited on 1/05/2021 at 04:30

<sup>2</sup> D.W.Feenstra, H.Wang, Economic and Accounting Rates of Return, research paper in Financial Markets and Institutions, University of Groningen, The Netherlands, 2000, p 7.

<sup>3</sup> F.Lefley, Appendix 1 : The accounting Rate of Return: Back to Basics, Management Accounting, UK, 1998, p182.

## II. نشأة العائد المحاسبي:

بدأت الأبحاث على العائد المحاسبي في الستينات، حيث كان الهدف الرئيسي لهذه الدراسات دراسة العلاقة بين العائد المحاسبي (ARR) ومعدل العائد الداخلي (Internal Rate of Return IRR)، ومتى يتساوى هذين العائدين وكذلك كيف يمكن استخدام العائد المحاسبي في عملية تقييم المشاريع وإذا كانت نتائجه جديرة بالثقة وذات مصداقية<sup>1</sup>. ومن هذه الدراسات<sup>2</sup>:

➤ دراسة هاركورت (Harcourt) سنة 1965: توصل بعد تجربته إلى أن العوائد المحاسبية التي يتم الحصول عليها تتأثر بعدة عوامل لا علاقة لها به حتى وإذا كانت الظروف مثالية، وعليه لا يمكن استعمال المعطيات المحاسبية لتقييم المشاريع الاستثمارية.

➤ أبحاث سولومون (Solomon) سنة 1966: توصل إلى أن العوائد القائمة على المعطيات الدفترية لا يمكن استعمالها لقياس العوائد الحقيقية، لكنه لم يكن متشائما بقدر الباحث الأول وآمن بإمكانية إدخال تعديلات على العائد المحاسبي التي يمكن أن تستعمل كأساس للتقييم.

➤ انتقادات فاتر (Vatter) سنة 1966: قام فاتر بانتقاد بحث سولومون حيث قال أن مجرد مقارنة بين عمليتين حسابيتين لا يمكنها أن تظهر عدم دقة أو كفاءة أي منهما، وأن المعلومات المحاسبية يمكن التحكم فيها، ولا يمكن الاعتماد على العائد المحاسبي لإيجاد العائد الحقيقي.

➤ أبحاث ستوفر (Stauffer) سنة 1971: على عكس الباحثين السابقين، تبنى ستوفر المنهج التحليلي لحل المشكلة باستعمال التحليل الرياضي مكان محاكاة الحاسوب وأضاف إلى مجموع المتغيرات السابقة متغير جديد وهو الضريبة، لكنه توصل إلى نفس نتائج الباحثين قبله وارتأى إلى أنه يجب البحث أكثر حتى تصبح معدلات العوائد أكثر دقة ومصداقية.

ثم تلتها العديد من الدراسات والأبحاث مثل: تحليلات كاي (Kay) سنة 1976 و1978 وأبحاث بيسنل (Peasnell) سنة 1982 وكذلك دراسة كاي و ادواردز و ماير (Kay, Edwards and Mayer EKM) سنة 1986 وأخيرا أبحاث ما بعد كاي وادواردز وماير.

في البداية كانت الدراسات عبارة عن تحليلات نظرية، ثم تطورت تدريجيا إلى تحليلات رياضية إلى أن تم الوصول إلى معادلة العائد المحاسبي. بعد أن كان الحد الأدنى للمقارنة هو العائد الداخلي/الحقيقي أصبحت تكلفة رأس المال هي الحد الأدنى للمقارنة.

<sup>1</sup> Richard P. Brief, The Accounting Rate Of Return As A Framework For Analysis, Research Paper, Leonard N Stern School Of Business, University Of New York, USA, 1999, P 2

<sup>2</sup> Geoffrey Whittington, Profitability, Accounting Theory And Methodology, Routledge Of Taylor And Francis Group, London, UK, 2007, P 112-119

## ثانيا: حساب معدل العائد المحاسبي

إن الهدف من حساب معدل العائد المحاسبي هو المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية، حيث تهدف المؤسسة إلى تحقيق أعلى عائد وبالتالي يجب عليها اتخاذ القرار الاستثماري المناسب وذلك وفقا للنتائج المتحصل عليها من حساب العائد المحاسبي. وعليه، يتم حساب العائد المحاسبي كما يلي<sup>1</sup>:

الطريقة الأولى:

$$\text{العائد المحاسبي} = \frac{\text{متوسط الربح السنوي الصافي}}{\text{متوسط الاستثمار}} \times 100$$

حيث أن:

$$\text{متوسط الربح السنوي} = \frac{\text{الربح السنوي الصافي لكل السنوات}}{\text{عدد السنوات المشروع (الاستثمار)}}$$

$$\text{متوسط الاستثمار} = \frac{\text{قيمة الاستثمار في بداية المشروع} + \text{قيمة الاستثمار في نهاية المشروع}}{2}$$

الطريقة الثانية:

$$\text{العائد المحاسبي} = \frac{\text{متوسط الربح السنوي}}{\text{الاستثمار الأولي}} \times 100$$

أثناء المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية تظهر لنا عدة حالات، يتم الاختيار بينها كما يلي<sup>2</sup>:

❖ في حالة وجود مشروع واحد: يجب مقارنة معدل العائد المحاسبي للمشروع محل الدراسة مع معدل الحد الأدنى

للعائد (سعر الفائدة السائد في السوق) حيث تظهر لنا 3 حالات:

✓ إذا كان معدل العائد المحاسبي أكبر من الحد الأدنى للعائد: يتم قبول المشروع.

✓ إذا كان معدل العائد المحاسبي أقل من الحد الأدنى للعائد: يتم رفض المشروع.

✓ إذا كان معدل العائد المحاسبي يساوي الحد الأدنى للعائد: يتم قبول المشروع.

❖ في حالة وجود عدة مشاريع استثمارية: نكون إما أمام حالة المفاضلة بين المشاريع أو أمام حالة الترتيب لهذه

المشاريع حسب درجة الترابط بينها، ويكون ذلك كما يلي:

<sup>1</sup> Pearson Edexcel, Project Appraisal, International Level A Accounting Student Book, UK 2020, P 151.

<sup>2</sup> عمران عبد الحكيم، معايير التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية، مطبوعة موجهة لطلبة الليسانس والماستر في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة

محمد بوضياف، المسيلة، 2016/2017، ص 32.

- ✓ حالة المشاريع المستقلة: يتم ترتيب المشاريع الأفضلية بحيث تعطى الأفضلية للمشروع الذي له أعلى عائد محاسبي.
- ✓ حالة المشاريع المتنافية: يتم قبول المشروع الذي له أعلى معدل عائد محاسبي، ويتم رفض المشاريع الأخرى الذي له أعلى معدل عائد محاسبي.
- ✓ حالة المشاريع المتكاملة: يمكن اعتبار المشروعات كمشروع واحد ويكون القرار قبول المشروع أو رفضه بمقارنة معدل العائد المحاسبي للمشروع مع الحد الأدنى للعائد.

### ثالثاً: مزايا وعيوب معدل العائد المحاسبي

#### 1. المزايا:

- يتمتع هذا المعيار بجملة من المميزات، أهمها<sup>1</sup>:
- تتميز بالبساطة في الحساب وسهولة الفهم مع سرعة الحصول على البيانات اللازمة لحسابه.
- سرعة تحديد مدى ربحية المشروع.
- يأخذ بعين الاعتبار القيمة المتبقية للمشروع حتى بعد تغطية قيمة الاستثمار الأولي.

#### 2. العيوب:

- كما يتمتع بمجموعة من العيوب، وهي<sup>2</sup>:
- قائم على أساس التدفق المحاسبي وليس التدفق النقدي.
- لا يأخذ بعين الاعتبار حقيقة أن العوائد قد تتغير سنة عن سنة ويعطي نفس الوزن لكل التدفقات النقدية السنوية.
- يتجاهل تماماً القيمة الزمنية للنقود وأن قيمة النقود قد تتغير.
- لا يمكن استعماله في المقاضلة بين المشاريع ذات العمر الإنتاجي المختلف.

تعرضنا في هذا المبحث إلى التعريف بالعائد المحاسبي ومختلف مسمياته وكذلك مراحل ظهور العائد المحاسبي كمتغير لتقييم المشاريع الاستثمارية. وبالرغم من أنه أسلوب بسيط وفعال من ناحية سرعة الحصول على البيانات اللازمة لحسابه ويتمتع بمجموعة من المزايا المختلفة، لكن هذا لا يعني أن ليس له عيوب، ما يجعله أسلوب لا يلجأ إليه كثيراً. وعلى العموم فهو وسيلة مساعدة لاتخاذ القرار المالي ويؤخذ به في تحديد العائد المطلوب.

<sup>1</sup> مجذوب خيرة، معايير تقييم واختيار الاستثمارات في ظل ظروف التأكد، محاضرة في مقياس تقييم المشاريع، جامعة ابن خلدون، تيارت، 2016/2017، ص 27.

<sup>2</sup> Paulo Afonso, Jorge Cunha, Determinants Of The Use Of Capital Investment Appraisal Methods: Evidence From The Field, Research Paper Argued At The 2009 European Applied Business Research Conference, Prague, 8-11 June 2009, P 3.

## المبحث الثالث: تكلفة رأس المال Cost of Capital

تعتبر تكلفة رأس المال من أهم معايير المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة، تقوم المؤسسة بتحديد تكلفة كل مكون من مكونات هيكل رأس المال، باعتبار أن كل مصدر له تكلفته الخاصة به، للوصول إلى التكلفة الإجمالية لرأس المال والتي تتخذها المؤسسة كمرجع مهم لاختيار المشاريع الاستثمارية التي تحقق لها عوائد وأرباح إضافية مقارنة بتكلفة التمويل.

مما سبق، سنتطرق في هذا المبحث إلى: ماهية تكلفة رأس المال وماهية هيكل رأس المال بالإضافة إلى كيفية حساب تكلفة كل مصدر تمويلي مع تحديد علاقة القرار المالي بتكلفة رأس المال والعائد الخاسبي.

### أولاً: ماهية تكلفة رأس المال

#### I. مفهوم تكلفة رأس المال

تعرف تكلفة رأس المال على أنها: تكلفة مصادر التمويل المختلفة والتي تستخدمها الشركة في تمويل استثماراتها طويلة الأجل ومن هذه المصادر، الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، الاقتراض والأرباح المحتجزة<sup>1</sup>. وهي الحد الأدنى لمعدل العائد الذي تتخذه المؤسسة كأساس لتقييم كل استثمار جديد، وهو المعدل الذي يساوي على الأقل معدل العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المساهمون في المؤسسة<sup>2</sup>.

إذن فتكلفة رأس المال هي ما تقوم المؤسسة بدفعه مقابل الحصول على مصادر التمويل، وتعتبر الحد الأدنى للعائد الذي يمكن الحصول عليه من الاستثمارات.

#### II. أهمية تكلفة رأس المال

لتكلفة رأس المال أهمية كبيرة نوجزها في النقاط التالية:

- إن حساب تكلفة كل عنصر من عناصر التمويل يمكن الإدارة المالية من اختيار أنسب تلك المصادر من ناحية التكلفة، حيث يقتضي المنطلق المالي أن يختار المصدر الذي يحمل المؤسسة أقل تكلفة ممكنة.
- تستخدم تكلفة الأموال كمعيار للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية أين ستستخدم فيها الأموال.
- استخدام تكاليف رأس المال في المؤسسة كمعدل خصم التدفقات النقدية عند تقييم مشاريع الاستثمار عن طريق صافي القيمة الحالية أو عن طريق مؤشر الربحية أو فترة الاسترداد.
- استخدام تكاليف رأس المال في مجالات التقييم الأخرى لتقييم الأسهم العادية أو الممتازة وحساب السعر العادل لها<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> محمد الفاتح محمود بشير المغربي، إدارة التمويل المصرفي، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، السودان، 2020، ص 103.

<sup>2</sup> رواء زكي الطويل، محاضرات في الاقتصاد السياسي، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 152-153.

<sup>3</sup> سالم صلال الحسنوي، أساسيات الإدارة المالية، دار المدينة الفاضلة، مصر، 2014، ص 124.

**III. حساب تكلفة رأس المال****(1) تكلفة الاقتراض:**

عند الاقتراض من الجمهور أو المؤسسات المالية، تتحمل المؤسسة تكاليف متعددة تخص عملية إصدار السندات أو طلب القروض، إلى جانب التكاليف الثابتة المتمثلة في الفوائد ما يعطينا تكلفة التمويل بالديون التي تتحملها المؤسسة، والتي يعبر عنها بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$KD = KD_1(1-IS)$$

حيث:

**KD**: تكلفة الاقتراض.

**KD<sub>1</sub>**: معدل الفائدة.

**IS**: معدل الضريبة.

**(2) تكلفة الأسهم الممتازة:**

تعتبر تكلفة الأسهم الممتازة عن التوزيعات السنوية إلى صافي حصيلة إصدار أسهم جديدة أو نسبة التوزيعات إلى القيمة السوقية للسهم الممتاز في حال تقدير تكلفة أسهم سبق إصدارها<sup>2</sup>. وتحسب بالعلاقة التالية<sup>3</sup>:

$$R = \frac{D}{N}$$

حيث:

**R**: تكلفة السهم الممتاز

**D**: توزيعات السهم الممتاز

**N**: صافي حصيلة بيع السهم الممتاز

تجدر الإشارة إلى أن N تعبر عن الناتج الصافي لطرح تكلفة الإصدار من سعر السوق للسهم الممتاز، وهي

$$N = P - C$$

حيث:

**P**: السعر السوقى للسهم

**C**: تكلفة الإصدار للأسهم الممتازة

<sup>1</sup> طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص ص 119-120.

<sup>2</sup> حسن منير الصادي وآخرون، التمويل والإدارة المالية "النظرية والتطبيق"، منشورات جامعة القاهرة، مصر، 2018، ص 260.

<sup>3</sup> المرجع نفسه.

**(3) تكلفة الأسهم العادية:**

تمثل تكلفة الأسهم العادية العائد الذي يطلبه المساهمون لحصم التوزيعات المتوقعة على السهم من أجل تحديد سعره في السوق وبالتالي الإقبال على شرائه<sup>1</sup>.

لحساب تكلفة الأسهم العادية يوجد مدخلان هما<sup>2</sup>:

أ. **حالة ثبات التوزيعات:** عندما تكون التوزيعات ثابتة ولفترة زمنية لانتهائية فإن العلاقة لحساب تكلفة الأسهم العادية تكون كالتالي:

$$R = \frac{D}{P(1-Z)}$$

حيث:

**R:** تكلفة الأسهم العادية

**P:** السعر السوقي للسهم

**Z:** نسبة تكلفة الإصدار

ب. **حالة النمو بمعدل ثابت:** أو نموذج جوردون، يشير هذا النموذج إلى أن الأرباح تنمو بمعدل ثابت،

وبالتالي فإن تكلفة الأسهم العادية حسب هذا النموذج يمكن حسابها كما يلي:

$$R = \frac{D}{P(1-Z)} + g$$

حيث:

**R:** تكلفة الأسهم العادية

**P:** السعر السوقي للسهم

**Z:** نسبة تكلفة الإصدار

**g:** معدل النمو في الأرباح

**(4) تكلفة الأرباح المحتجزة:**

إن تكلفة التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة هي تكلفة ضمنية وتساوي من الناحية النظرية التكلفة الأساسية للتمويل بالملكية. لتعليل ذلك أن الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين، وهي من حق المساهمين. إذن، البديل لاحتجاز الأرباح هو دفعها إلى المساهمين في شكل أرباح موزعة. أما من الناحية العملية، قد تكون أقل من التكلفة الأساسية للتمويل بالملكية إذا كانت الأرباح الموزعة على المساهمين خاضعة لضريبة دخل الأفراد، وإذا كان إعادة استثمار هذه من قبل المساهمين تتطلب دفع عمولة للوساطة. وبالتحديد هنا التمويل

<sup>1</sup> عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، السروات للطباعة والنشر، المملكة العربية السعودية، 2017، ص 422.

<sup>2</sup> جمال اليوسف، فواز الحموي، الإدارة المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2017، ص ص 275-276.



باحتمال الأرباح يوفر على الشركة نفقات الإصدار الملتحقة بالأسهم العادية ويوفر على المساهمين ضريبة الدخل على الأرباح الموزعة وعمولات الوساطة في حالة إعادة استثمار الأرباح الموزعة<sup>1</sup>.  
يتم تقدير تكلفة الأرباح المحتجزة باستخدام أحد الأساليب التالية<sup>2</sup>:

### الجدول رقم 05: أساليب تقدير تكلفة الأرباح المحتجزة

ك.ح = معدل العائد الخالي من المخاطرة + (عائد السوق - معدل العائد الخالي من المخاطر) × علاوة مخاطرة السوق حيث: ك.ح: تكلفة الأرباح المحتجزة	أ. أسلوب تسعير الموجود الرأسمالي CAPM: تكون العلاقة معرفة كما يلي:
ك.ح = عائد السند + علاوة المخاطرة	ب. أسلوب عائد السند: باستخدام هذا الأسلوب تحسب تكلفة الأرباح المحتجزة كما يلي:
ك.ح = $\frac{\text{الأرباح توزيعات}}{\text{السعر السوقي للسهم}} + \text{معدل النمو المتوقع}$	ج. أسلوب خصم التدفقات النقدية: يتم تقدير تكلفة الأرباح المحتجزة حسب العلاقة التالية:

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات المرجع

### (5) التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال Weighted Average Cost of Capital:

تمثل متوسط التكلفة المتوقعة لهيكل رأس المال في المدى الطويل، والحد الأدنى للعائد الواجب تحقيقه من استخدام أصول المؤسسة للحفاظ على القيمة السوقية لأسهمها<sup>3</sup>.  
بعد حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل طويلة الأجل، وبما أن مصادر هيكل رأس المال في المؤسسة غير متساوية، كما أن تكلفة كل مصدر مختلفة عن الأخرى، يجب القيام بحساب التكلفة الإجمالية للتمويل، ولحساب تكلفة رأس المال لأي مؤسسة، والتي هي عبارة عن متوسط التكلفة المرجحة للأموال بعد الضرائب. والمقصود بكلمة المرجحة هو الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر هيكل رأس المال، وبالتالي يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزن معين مقابل مصادر التمويل الأخرى<sup>4</sup>.  
تحسب التكلفة المرجحة لرأس المال حسب العلاقة التالية<sup>5</sup>:

$$WACC = \text{وزن المصدر} \times \text{تكلفة ذلك المصدر}$$

<sup>1</sup> محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، العبيكان للنشر، المملكة العربية السعودية، 2010، ص 647.  
<sup>2</sup> أحمد محمود يوسف وآخرون، الجوانب المالية لدراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، جامعة القاهرة، مصر، 2018، ص 167-168.  
<sup>3</sup> أحمد البدري محمد وآخرون، أساسيات التمويل، منشورات جامعة القاهرة، مصر، 2019، ص 277.  
<sup>4</sup> غري حمزة، بدروي عيسى، العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة، مجلة الحوكمة المسؤولة الاجتماعية والتنمية المستدامة، العدد 02، المجلد 01، جامعة غلزيان، 2019، ص 154.  
<sup>5</sup> إسماعيل محمد الأزهرى، عبد العزيز محمود عبد المجيد، الإدارة المالية المتقدمة، منشورات جامعة السودان المفتوحة، السودان، 2007، ص 149.

بمعنى أن:

$$WACC = [نسبة الدين \times تكلفة الديون بعد الضريبة] + [نسبة الأسهم الممتازة \times تكلفة الأسهم الممتازة] + [نسبة الأسهم العادية \times تكلفة الأسهم العادية] + [نسبة الأرباح المحتجزة \times تكلفة الأرباح المحتجزة]$$

حيث أن:

$$\text{نسبة المصدر} = \frac{\text{مبلغ الأموال من المصدر}}{\text{مجموع هيكل رأس المال}}$$

ثانيا: ماهية هيكل رأس المال:

I. مفهوم هيكل رأس المال:

لهيكل رأس المال مجموعة من التعريفات، على أنه خليط من القروض طويلة الأجل وحقوق الملكية التي تستعمل في تمويل الأصول المنتجة لمؤسسة ما<sup>1</sup>. ويمثل هيكل رأس المال الأمثل المزيج التمويلي الذي يعظم قيمة المؤسسة<sup>2</sup>. كما هيكل رأس المال هو ذلك الجزء من الهيكل المالي الذي يتضمن مصادر التمويل طويلة الأجل والمتمثلة في حقوق الملكية، القروض طويلة الأجل والسندات<sup>3</sup>.

مما سبق، فإن هيكل رأس المال هو المصدر التمويلي طويل الأجل الذي يستعمل لتمويل نشاطات المؤسسة الاستثمارية.

تجدر الإشارة إلى أن هناك فرق بين الهيكل المالي الذي ذكرناه سابقا وهيكل رأس المال. فهيكلك رأس المال ما هو إلا جزء من الهيكل التمويلي، وفي الجدول التالي سنوضح الفرق بينهما:

الجدول رقم 02: الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال

الهيكل المالي	هيكل رأس المال
- يعني بطريقة تمويل المؤسسة لموجوداتها.	- يعني بالتمويل الدائم لنشاطات المؤسسة.
- يتضمن مصادر التمويل طويلة وقصيرة الأجل.	- يتضمن مصادر التمويل طويلة الأجل فقط.
- يتضمن جميع مصادر رأس المال.	- يتضمن فقط على الأسهم العادية والممتازة والأرباح المحتجزة.

Source: P.Periasamy, Financial Management, McGraw-Hill Companies, New Delhi, 2009, P 15.2.

<sup>1</sup> Zane Swanson and Others, The Capital Structure Paradigm: Evolution Of Debt/ Equity Choices, Praeger Publishers, USA, 2003, P 2.

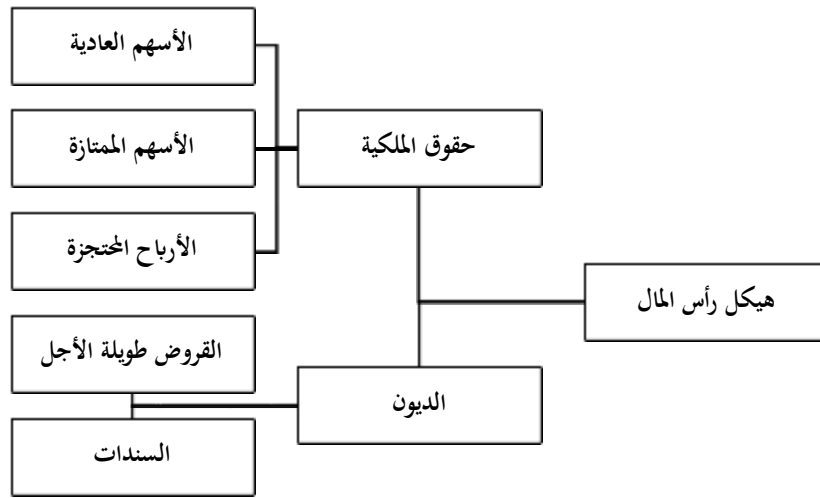
<sup>2</sup> H.Kent Baker, Gerald S.Martin, Capital Structure And Corporate Financing Decisions : Theory, Evidence And Practice, John Wiley And Sons, Inc, New Jersey, USA, 2011, P 2

<sup>3</sup> بعوط ريان، ناصر ابتسام، أثر تكلفة رأس المال على معدل النمو الداخلي للمؤسسة، مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبان نيل شهادة الماستر تخصص مالية المؤسسة، جامعة 8 ماي 1945، قالة، 2019/2018، ص 16.

## II. مكونات هيكل رأس المال:

يتكون هيكل رأس المال من مجموعة من العناصر موضحة في الشكل الموالي:

### الشكل رقم 03: مكونات هيكل رأس المال



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المعطيات

### 1. الأسهم العادية Common Shares:

#### أ. تعريف الأسهم العادية:

تعرف على أنها عبارة عن أوراق مالية تعدها الشركات للحصول على الأموال الدائمة، يحمل كل منها قيمة إسمية يمثل جزءاً من رأس مال الشركات<sup>1</sup>. وتعد وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام قابلة على التداول وغير قابلة للتجزئة من قبل حاملها ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد، أي أنها أبدية على طول عمر المشروع ولا تلتزم بتوزيع أرباح ثابتة سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فقرات استحقاقها<sup>2</sup>.

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى، ومن أهم هذه الخصائص قابليتها للتداول، وتساوي قيمتها، والمسؤولية المحددة للمساهم<sup>3</sup>.

كما يتخذ السهم العادي عدة قيم مختلفة، تتغير بتغير ظروف الشركة والأحوال الاقتصادية في السوق، وهي<sup>4</sup>: القيمة الإسمية، والقيمة الدفترية والقيمة السوقية.

ولحملة الأسهم العادية حقوق متعددة لعل الغالب من هذه الحقوق الحق في انتخاب مجلس الإدارة الذي يتولى بدوره اختيار الإدارة العليا المسؤولة عن تسيير المؤسسة، فهم يمارسون نوعاً من الرقابة لحماية حقوقهم.

<sup>1</sup> عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية، منشورات جامعة السودان المفتوحة، السودان، 2005، ص 35.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص ص 235-236.

<sup>3</sup> سالم صلال راهي الحسنوي وآخرون، مبادئ المالية المصرفية، بدون دار نشر، 2019، ص 76.

<sup>4</sup> جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، لبنان، ص ص 386-387.

ومن الحقوق الأخرى التي يتمتعون بها ما يلي<sup>1</sup>:

- بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق الثانوية، غير أنهم لا يملكون الحق في مطالبة المؤسسة بدف قيمة هذه الأسهم قبل تصفية الشركة.
- امتلاك جزئي لموجودات الشركة وذلك بقدر مساهمتهم في رأس المال، تستمر إلى غاية تصفية الشركة.
- الأولوية في الاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم بنفس نسبة ما يمتلكون من الأسهم الحالية.
- الحصول على الأرباح التي تقرر المؤسسة توزيعها.

#### ب. مزايا وعيوب التمويل بالأسهم العادية:

تتمتع الأسهم العادية بجملة من المزايا، نوجزها فيما يأتي<sup>2</sup>:

- سهولة بيع وشراء الأسهم.
- تمثل مصدرا تمويليا متاح دائما أمام المؤسسة.
- لا تشكل التزاما ماليا على المؤسسة فلا يتوجب عليها تخصيص أقساط إطفاء مثل السندات ولا يوجد لها تاريخ استحقاق.
- لا تلتزم بتوزيع أرباح سنوية على المساهمين إذا كانت هناك ضرورة لتخزين هذه الأرباح.
- يمكن أن تحصل على علاوة الإصدار، وهي القيمة الزائدة عن القيمة الإسمية إذا أصدرت أسهم جديدة.
- إلى جانب وجود مزايا للتمويل بالأسهم العادية، فإن لها بعض العيوب، نذكر أهمها<sup>3</sup>:
- العائد الذي يطلبه المساهمون عادة ما يكون مرتفعا بسبب تحملهم لمخاطر الاستثمار في المؤسسة.
- لا تولد للمؤسسة وفرة ضريبية لأن توزيعات الأسهم تحسب بعد اقتطاع الضريبة.
- تكلفتها مرتفعة بالنسبة للمؤسسة مقارنة بالسندات.
- إمكانية دخول مساهمين جدد عند إصدار أسهم جديدة ما يعني تشتيت أكبر للأصوات داخل الجمعية العامة.

#### 2. الأسهم الممتازة Preferred Shares:

##### أ. تعريف الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز حصة في بنود حقوق ملكية المؤسسة، يمنح لمالكة الأولوية في الحصول على توزيعات الأرباح سنويا لكن ليس لهم الحق في التصويت في الجمعية العمومية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2017، ص ص 69-70.

<sup>2</sup> علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص ص 178-179.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر، 2007، ص ص 534-535.

<sup>4</sup> حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، ص 504.

تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية فهي تجمع في خصائصها بين النوعين، فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية، وكذلك الحال عند التصفية. وهي بالمقابل تشبه الأسهم في تواجدها فهي دائمة رغم الاتجاه الحالي لتكوين احتياطات لإعادة الشراء لهذه الأسهم، وتدفع توزيعات بعد الضريبة كما هو الحال بالنسبة للأسهم العادية فهي لا تعتبر في حكم النفقات كالفوائد التي تعطى من الضريبة<sup>1</sup>.

تتميز الأسهم الممتازة بمجموعة من الخصائص تميزها عن الأسهم العادية، وهي قابليتها للتحويل إلى أسهم عادية، وقابليتها للسداد، ومجمعة للأرباح<sup>2</sup>.

وتتنوع الأسهم الممتازة وتختلف عن بعضها، حيث تنقسم إلى<sup>3</sup>:

- الأسهم الممتازة المتراكمة للأرباح؛
  - الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح؛
  - الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.
- يطلق على السهم الممتاز سهم الأفضلية أو سهم الأولوية، فأصحابه يتمتعون بالحقوق التالية<sup>4</sup>:
- الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة قبل أصحاب الأسهم العادية.
  - استوفاء قيمة الأسهم الممتازة قبل الأسهم العادية عند تصفية الشركة.
  - الحصول على عائد ثابت محدد بنسبة مئوية من القيمة الإسمية للسهم لا يتأثر بوضع الشركة.
  - عدم إمكانية التصويت في الجمعية العامة إلا في حالات معينة.
  - إمكانية بيع الأسهم الممتازة من أصحابها للإدارة على عكس الأسهم العادية.

#### ب. مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة:

- إن الأسهم الممتازة كمصدر تمويلي لها العديد من المزايا، ومن بين المزايا نجد<sup>5</sup>:
- عدم التزام المؤسسة بدفع فوائد ثابتة على الأسهم الممتازة، على عكس السندات.
- يمكن بيع أسهم ممتازة بعائد محدود بدلا من بيع أسهم عادية للحصول على مكاسب أكثر ارتفاعا للملاك الرئيسيين خصوصا للمؤسسات التي ترغب في التوسع نتيجة ارتفاع إيراداتها.

<sup>1</sup> عبد العزيز محمد المخلافي، أساسيات الإدارة المالية، جامعة صنعاء، اليمن، 2012، ص 38.

<sup>2</sup> زواوي فضيلة، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم

الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2009، ص 32

<sup>3</sup> مبارك سليمان بن محمد سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2004، ص ص 125-126.

<sup>4</sup> شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص ص 70-71.

<sup>5</sup> زواوي فضيلة، مرجع سبق ذكره، ص 32.

- تجنب المدير المالي شرط المساهمة المتساوية في المكاسب، والذي يتطلب بيع أسهم عادية إضافية، عن طريق بيع أسهم ممتازة.
- عدم وجود خطر فقدان السيطرة على المؤسسة بشروط أن إصدارات الأسهم الممتازة تنص على عدم مشاركة حاملها في إدارة الشركة أو انتخابات مجلس الإدارة أو في التصويت في الجمعية العمومية.
- إن الأرباح المحتجزة هي من حقوق حملة الأسهم العادية، والأسهم الممتازة لا تشارك فيها وليس لها من حقوق المساهمين أي حق سوى قيمتها الاسمية.
- ليس للأسهم الممتازة تاريخ استحقاق ولا تخصص أموال لاستردادها فإنها تكون أكثر مرونة من السندات.
- إلى جانب المزايا المذكورة سابقا، فإن الأسهم الممتازة تتمتع ببعض العيوب، والمتمثلة في<sup>1</sup>:
  - نسبة توزيعات الأسهم الممتازة تكون أعلى من الفوائد المدفوعة لحملة السندات.
  - يحق لحملة الأسهم الممتازة الحصول على الأرباح المجمعة للسنوات التي لم يتم فيها توزيعات للأرباح.
  - تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة مرتفعة مقارنة بتكلفة السندات.
  - الأولوية في استلام حقوقهم عند تصفية الشركة قبل الأسهم العادية.
  - لا تخصص عوائد الأسهم الممتازة من الوعاء الضريبي، فلا تستفيد المؤسسة من الوفورات الضريبية، على عكس الديون.

### 3. الأرباح المحتجزة Retained Earnings:

#### أ. تعريف الأرباح المحتجزة:

إن التعريف الواضح والتقليدي للأرباح المحتجزة هو أنها الأرباح التي احتجزت بمعنى إيرادات المؤسسة غير الموزعة على المساهمين<sup>2</sup>. أو هي جزء من أرباح المؤسسة الصافية التي تقوم بإبقائها على طرف عند نهاية كل دورة وتحفظ بها للاستخدام مستقبلا، حيث تعتبر كجزء مهم من حقوق ملكية المؤسسة وتستهمل كأساس لحساب القيمة الدفترية لأسهم الشركة<sup>3</sup>.

بعد حساب نتيجة الدورة في نهاية السنة المالية، تقوم المؤسسة بتحديد كيفية تقسيم هذه النتيجة بين

الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة. حيث الجزء من الأرباح المحتجزة يتكون من<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> <https://accountlearning.com/advantages-and-disadvantages-of-preference-shares/>, visited on 21/05/2021 at 22:10.

<sup>2</sup> Francesco Bellandi, Dual Reporting For Equity And Other Comprehensive Income Under IFRS And U.S.GAAP, John Wiley And Sons Ltd, West Sussex, UK, 2012, P 174.

<sup>3</sup> <https://www.investopedia.com/ask/answers/111314/whats-difference-between-retained-earnings-and-revenue.asp>, visited on 22/05/2021 at 21:00

<sup>4</sup> معروف هشام، مرجع سبق ذكره، ص 36.

- **الاحتياطي القانوني:** وهو الحد الأدنى من الاحتياطي الذي يجب على الشركات تكوينه. حدده القانون ب 5% من صافي الأرباح حيث لا يتعدى 10% من رأس مال الشركة، ويستخدم في تغطية خسائر الشركة وفي زيادة رأس المال.
- **الاحتياطي النظامي:** هو احتياطي غير إجباري التكوين، يتم إنشائه طبقاً للنظام الأساسي للشركة، حيث يشترط هذا الأخير وجوب تخصيص نسبة معينة من الأرباح السنوية لأغراض معينة.
- **الاحتياطات الأخرى:** ينص قانون الشركات على أنه يجوز للجمعية العامة بعد تحديد نصيب الأسهم في الأرباح الصافية، أن تقوم بتكوين احتياطات أخرى. وذلك بالقدر الذي يحقق دوام ازدهار الشركة أو يكفل توزيع أرباح ثابتة بقدر الإمكان على المساهمين.
- **الأرباح المرحلة:** نقصد بها المبلغ المتبقي بعد عملية توزيع الأرباح السنوية والذي يقترح مجلس الإدارة ترحيله إلى السنة التالية، ويستخدم هذا الفائض كاحتياطي لمواجهة أي انخفاض في الأرباح المحققة في السنوات المقبلة التي قد تؤدي إلى عدم قدرة الشركة على إجراء توزيعات مناسبة على حملة الأسهم.
- تقوم المؤسسات باحتجاز الأرباح لعدة أسباب، نذكر أهمها<sup>1</sup>:
- قانونياً، يجب على المؤسسات احتجاز جزء من الأرباح الصافية لتكوين الاحتياط الإجمالي (الاحتياطي القانوني).
- زيادة رأس المال العامل لزيادة القيمة السوقية للمؤسسة.
- تقوية المركز الائتماني للمؤسسة عن طريق زيادة الاستثمارات.
- توفير السيولة لتمويل عملية التوسع والنمو.
- تخفيض تكلفة الاقتراض وكذلك تخفيض العبء الضريبي.
- تحقيق الانتظام في توزيع الأرباح من خلال الاحتفاظ بالأرباح إلى سنوات قادمة قد تحقق فيها أرباح قليلة.
- رغبة الملاك في ذلك، حيث يفضلون حجز الأرباح واستثمارها مما يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة وبالتالي زيادة قيمة السهم.

#### ب. مزايا وعيوب التمويل بالأرباح المحتجزة:

- تنظر معظم المؤسسات إلى الأرباح المحتجزة نظرة إيجابية وذلك بسبب المزايا التالية<sup>2</sup>:
- تعتبر الأرباح المحتجزة مصدر تمويلي متوفر داخل المؤسسة وجاهز للاستعمال.
- لا يتطلب الحصول على الأرباح المحتجزة التدبير من الغير أو المقرضين وبالتالي التقليل من التكاليف.

<sup>1</sup> بلكيف إسماعيل، سعدون الحسين، مصادر التمويل وأثرها على الوضع المالي للمؤسسة، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر تخصص مالية المؤسسة، جامعة أكلي محمد أولحاج، البويرة، 2015/2014، ص 25.

<sup>2</sup> Prasanna Chandra, Financial Management, Tata Mcgraw-Hill Publishing Company Limited, New Delhi, India, 2008, P 439.

- تفادي مخاطر عدم القدرة على التسديد ومخاطر الفوائد.
- تستعمل الأرباح المحتجزة في زيادة مقدار حقوق الملكية وبالتالي رفع مقدار الاستثمارات.
- تفادي مخاطر فقدان السيطرة داخل مجلس الإدارة بما أن احتجاز الأرباح لا يصاحبه زيادة في الأسهم.
- الأرباح المحتجزة مثلها مثل أي مصدر تمويلي آخر، فيلج جانب المزايا فلها بعض السلبيات، نذكر منها:
  - كمية الأموال التي بإمكان المؤسسة احتجازها تكون محدودة نسبياً.
  - عدم الاستفادة من الفرص والبدائل الأخرى المتاحة أمام المؤسسة<sup>1</sup>.
  - مقدار الأرباح المحتجزة يكون غير كاف لتغطية احتياجات المؤسسة التمويلية.
  - عدم الاستفادة من الوفوات الضريبية عن الفوائد والاهتلاكات.
  - احتجاز الأموال يؤول إلى ارتفاع حقوق المساهمين في التوزيعات سنة بعد سنة<sup>2</sup>.

#### 4. السندات Bonds:

##### أ. تعريف السندات:

عبارة عن قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت، تلتزم المؤسسة بدفع قيمته عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع فوائد سنوية. تطرح المؤسسات السندات عند حاجتها إلى التمويل إلى فئات مختلفة سواء للجمهور العادي أو المؤسسات أيضاً، ويمكن بيع السند إلى شخص آخر أو مؤسسة قبل تاريخ استحقاقه ولكن بسعر أقل من قيمته عند الاستحقاق<sup>3</sup>. أو هي أوراق مالية أين يقوم مستثمر ما بإقراض مؤسسة أو حكومة ما مبلغاً معيناً لمدة معينة من الزمن في مقابل الحصول على فوائد ثابتة منتظمة، وعندما تنتهي المدة المحددة لهذه السندات، تقوم الجهة المقترضة بإرجاع قيمة السند للمستثمر. تستعمل المؤسسات السندات لتمويل عمليات الاستغلال للمؤسسة أو تمويل مشروعات جديدة أو الحصول على أصول<sup>4</sup>.

تتمتع السندات بمجموعة من الخصائص، ومما سبق في التعريفين السابقين فإن خصائص السندات تتمثل في:

- السندات قرض طويل الأجل، يتكون من طرفين: المقرض (المستثمر) والمقترض (المؤسسة).
- للسندات فائدة ثابتة تدفع سنوياً في مواعيد محددة إلى غاية تاريخ الاستحقاق.
- تطرح السندات على الفئات المختلفة للمجتمع سواء على الجمهور أو المؤسسات.
- حملة السندات لهم الأولوية في الحصول على حقوقهم عند التصفية قبل حملة الأسهم.
- تعتبر السندات كأصل خال من المخاطر (أوراق مالية ذات مخاطرة شبه معدومة)

<sup>1</sup> Prasanna Chandra, Finance Sense, Tata Mcgraw-Hill Publishing Company Limited, New Delhi, India, 2003, P 309.

<sup>2</sup> Satish B.Mathur, Working Capital Management And Control: Principles And Practice, New Age International Ltd, New Delhi, 2002, P 219.

<sup>3</sup> عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 85.

<sup>4</sup> <https://www.forbes.com/advisor/investing/what-is-a-bond/>, visited on 24/05/2021 at 01:30



- يمكن بيع السندات إلى شخص آخر قبل تاريخ استحقاقها بسعر مخصوم.

للسندات أنواع كثيرة ومتعددة نوضحها في الجدول التالي:

### الجدول رقم 03: أنواع السندات

التعريف	نوع السند
السند القابل للتداول عن طريق الشراء والبيع، بحيث يتم دفع الفائدة وأصل الدين لحامل السند.	السند لحامله (Bearer Bond/ Coupon Bond)
السند المسجل باسم شخص معين ولا تدفع الفائدة أو أصل الدين إلا لهذا الشخص وبذلك تتحقق الحماية لصاحب السند ضد الرقة أو التلاعب.	السند الاسمي (Registered Bond)
السند الذي يمكن تحويله إلى سهم أو عدة أسهم عادية بناء على رغبة حامله شريطة أن يكون هناك اتفاق عند الإصدار يمنح هذا الحق لحامل السند ويحدد شروط وطريقة التحويل.	السند القابل للتحويل إلى سهم (Convertible Bond)
السند المضمون برهن ثابت كالأراضي والعقارات أو الآلات أو برهن أوراق مالية.	السند المضمون (Mortgage/Secured Bond)
هذا النوع غير مضمون بأصل ولكنه مضمون بالمركز الائتماني والقوة الإيرادية للمؤسسة المصدرة وإذا لم تتمكن هذه الأخيرة من السداد يمكن لحامل السند مقاضاتها والمطالبة بإفلاسها.	السند غير المضمون (Debenture Bond)
السند الذي يصدر بخصم من القيمة الاسمية على أن يسترد المكتتب القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة عند الشراء وبين القيمة الاسمية مقدار الفائدة التي يستحقها المكتتب.	السند الذي لا يحمل معدلا للفائدة (Zero Coupon Bond)
السند الذي يتحرك فيه سعر الفائدة وفقا لمعدلات التضخم أو أسعار الفائدة في السوق.	السند ذو سعر الفائدة المتحرك (Floating Rate Bond)
السند الذي لا تدفع فوائده إلا إذا تحقق دخل للمؤسسة المصدرة له ويجوز النص على تراكم الفوائد لتدفع في سنوات قادمة. أما أصل السند فيجب دفعه بغض النظر عن تحقيق الدخل.	سند الدخل (Income Bond)
سندات ذات مخاطرة عالية وذات فوائد عالية أيضا تم انتشارها مؤخرا استجابة للتطورات المالية في عمليات اندماج الشركات أو شراء بعضها لبعض.	سندات (Junk Bonds)
سندات تصدرها الدولة لمواجهة العجز في ميزانيتها أو بهدف مواجهة التضخم وهي قليلة الخطورة عالية السيولة إذ يمكن بيعها من خلال السوق المالي.	سندات الحكومة (Government Bonds)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 45-46.

**ب. مزايا وعيوب التمويل بالسندات:**

- من بين المزايا التي تتمتع بها السندات نذكر ما يلي<sup>1</sup>:
- تكلفة السندات أقل نسبياً من تكلفة مصادر التمويل الأخرى.
- تحقق السندات للمؤسسة وفورات ضريبية، كون الفوائد المدفوعة عليها تقتطع قبل اقتطاع الضريبة.
- تمكن المؤسسة من استخدام أموال الغير دون أن يكون لهم الحق في الاشتراك في تسييرها.
- كما تتميز السندات بمجموعة من العيوب والمتمثلة في<sup>2</sup>:
- إن الفوائد على السندات ثابتة، يجب أن تدفع إلى حملة السندات حتى وإن حققت المؤسسة خسائر.
- لحملة السندات الأولوية في تحصيل حقوقهم قبل حملة الأسهم، مما يؤدي إلى تخفيض ربح السهم.
- قد يفرض حملة الأسهم على المؤسسة بعض الشروط أو القيود محاولة منهم الحفاظ على حقوقهم وتدنيه المخاطر التي يمكن أن يتعرضوا لها.

**5. القروض طويلة الأجل Long-Term Debts:****أ. تعريف القروض طويلة الأجل:**

تعد من مصادر التمويل الأساسية لتمويل نشاطات المؤسسة، وهي عبارة عن مبلغ معين من الأموال توضع تحت تصرف المؤسسات مع إلزامهم بتسديد المبلغ المقترض من المؤسسات المالية وفق جدولة زمنية محددة مسبقاً التي غالباً يتبعه ضمان أو ضمانات، تقدم من المؤسسة المقترضة، للتقليل من مخاطر الاقتراض في حال عدم القدرة على التسديد<sup>3</sup>. كما تعرف بأنها عبارة عن عقود رسمية مكتوبة تزيد مدتها عن 7 سنوات، تستعمل لتمويل استثمارات المؤسسة، تسدد عبر أقساط أو خلال نهاية مدة القرض حسب الاتفاق القائم، تتحمل خلالها المنشأة عبء تسديد فوائد القرض الثابتة<sup>4</sup>.

تتمتع القروض طويلة الأجل ببعض الخصائص التي تتمثل في كونها كبيرة الحجم ومستقرة وفائدتها ثابتة ومستقرة وتستخدم لتمويل مشاريع طويلة الأجل أو الأصول الثابتة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> عقون آمنة، بن طبولة ندى، تأثير تكلفة رأس المال على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر تخصص مالية المؤسسات، جامعة 8 ماي 1945، قالة، 2019/2018، ص 13.

<sup>2</sup> <https://www.nibusinessinfo.co.uk/content/advantages-and-disadvantages-raising-finance-issuing-corporate-bonds>, visited on 25/05/2021 at 21.45.

<sup>3</sup> Ben Ali L'djida, Benali Mohamed Lynda, La Problématique De Choix Des Sources De Financement Des Investissements Dans L'entreprise, Mémoire De Fin De Cycle En Vue D'obtenir Un Diplôme De Master En Finance, Université Mouloud Mammeri, Tizi-Ouzou, 2017/2018, P 29.

<sup>4</sup> بقاش وليد، بن دادة عمر، حاجة المؤسسة الاقتصادية إلى التمويل في ظل التمايز بين مصادر التمويل التقليدية والإسلامية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد 01، المجلد 04، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2019، ص 61.

<sup>5</sup> حسن وليد حسين وآخرون، أثر التمويل الطويل الأجل في صافي الربح، مجلة دراسات محاسبية ومالية، العدد 20، المجلد 07، جامعة بغداد، 2012، ص 219.

تتم عملية الاقتراض بين المنشأة والمؤسسات المالية وفق شروط تكون محددة بالعقد المبرم بينهما. وهي<sup>1</sup>:

- **شروط الحماية والأمان:** وهي ثلاث أنواع:
  - **الشروط العامة:** التي تهدف إلى المحافظة على المركز المالي للمؤسسة المقترضة وضمان قدرتها على السداد.
  - **الشروط المشتركة:** التي تنص على أسلوب إعداد القوائم المالية وتقديمها للمؤسسة المالية، وتحديد المبالغ التي يمكن للمنشأة استخدامها في تمويل مشاريعها أو أصولها.
  - **الشروط الخاصة:** التي تنص على ضرورة تأمين حياة بعض العاملين في المؤسسة الاقتصادية، وكيفية استخدام الأموال المقترضة، وطريقة عمل العاملين واجتهادهم في عملهم طيلة مدة القرض لإقناع المؤسسة المالية بأنهم أكثر قدرة على تسيير العملية الإدارية والمالية.
- **طريقة تسديد القرض:** من خصائص القروض طويلة الأجل وجود جدول زمنية لتسديد القرض بشكل تدريجي بدلا من تسديده دفعة واحدة في نهاية مدة القرض، ذلك لتوفير الحماية لكل من المؤسسة المقترضة والمؤسسة المقترضة.

#### ب. الفرق بين القروض طويلة الأجل والسندات:

من المعروف أن السندات والقروض طويلة الأجل من مصادر التمويل المقترض طويل الأجل، وبما أنهما تقعان تحت تصنيف الديون، فإنهما تشبهان في بعض الجوانب وتختلفان في أخرى. والجدول التالي يوضح هذه الفروق:

#### الجدول رقم 04: الفرق بين القروض طويلة الأجل والسندات

الفترة	القروض طويلة الأجل	السندات
<b>التعريف</b>	ديون تقدمها البنوك إلى المؤسسات المقترضة أو الأفراد بفائدة سنوية.	ديون تصدرها المؤسسات أو الحكومات تباع للمؤسسات الأخرى أو الأفراد بفائدة سنوية.
<b>معدلات الفائدة</b>	مرتفعة، قد تكون ثابتة أو متغيرة، لكن في الغالب هي فوائد مركبة.	منخفضة نسبيا، وهي ثابتة سنويا.
<b>المصدر</b>	تقدمها البنوك أو المؤسسات المالية.	تصدرها المؤسسات أو الحكومات.
<b>الملكية</b>	تقتض من المؤسسات المالية لفائدة المنشأة أو الأفراد.	تبيعها الحكومات أو المنشآت للأفراد أو المؤسسات الأخرى.
<b>طبيعة معدلات الفائدة</b>	يمكن أن تكون معدلات ثابتة أو متغيرة.	يمكن أن تكون معدلات ثابتة أو متغيرة أو معدومة، مثل السند الذي لا يحمل معدلا للفائدة.
<b>التداول</b>	ثابتة مع البنك الذي تم الاقتراض منه.	يتم بيعها وشراؤها في سوق الأوراق المالية، ويمكن أن يرتفع سعرها وينخفض مثل السندات.

Source: created by the student based on info from: <https://www.wallstreetmojo.com/bond-vs-loan/>.

<sup>1</sup> عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المعقدة، دار البازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 354-355.

### ج. مزايا وعيوب التمويل بالقروض طويلة الأجل:

- إن القروض طويلة الأجل تتشابه في بعض خصائصها مع السندات، وبالتالي فإن مزاياها تتشابه مع مزايا التمويل بالسندات والمتمثلة في تحقيق الوفورات الضريبية، ومع ذلك فالقروض تقدم للمؤسسة مزايا معينة، وهي:
- لا تلجأ المؤسسة إلى الإصدار العام للجمهور، وبالتالي تتجنب تكاليف الإصدار.
  - لا تستغرق عملية الحصول على القرض وقتا طويلا مقارنة بعملية الإصدار العام للجمهور<sup>1</sup>.
  - تستخدم المؤسسة التفاوض المباشر مع البنك حيث لا يوجد طرف ثالث في عملية الحصول على القرض<sup>2</sup>. غير أنها تتحمل عيوباً تظهر فيما يلي<sup>3</sup>:
  - تتعرض المؤسسة إلى الاستنزاف النقدي المستمر بسبب دفع الأقساط السنوية طيلة المدة المحددة للقرض.
  - لحماية حقوق الدائنين، تتضمن اتفاقيات تقديم القروض نصوصاً مقيدة للمؤسسة، على عكس مصادر التمويل الأخرى.
  - تتطلب القروض طويلة الأجل ضمانات قد لا تكون في متناول المؤسسة المقترضة.
  - تجري المؤسسة المقرضة دراسات دقيقة عن الوضعية المالية للمؤسسة المقترضة قد تكون مكلفة فتضع المؤسسة المقرضة حدا للقرض المقدم لتغطية هذه التكلفة.

### III. العوامل المحددة لهيكل رأس المال

عند تخطيط هيكل رأس المال، يجب على المؤسسات مراعاة العوامل التالية التي تحدد معالم هذا الهيكل، ومن هذه المحددات ما يلي<sup>4</sup>:

- 1- **مخاطر النشاط:** تشير إلى المخاطر المرتبطة بالعمليات التشغيلية للمؤسسة واستخدام القروض، حيث أنه كلما ارتفعت مخاطر التشغيل كلما وجب تخفيض نسبة التمويل بالقروض.
- 2- **المخاطر المالية:** هي المخاطر المتعلقة بالخسائر التي يمكن أن تقع فيها المؤسسة نتيجة تمويلها لعملياتها بالديون. فكلما زاد المخاطر التشغيلية والمالية، كلما تعرضت المؤسسة لخطر العسر المالي، لهذا تسعى الكثير من المؤسسات إلى التقليل من اعتمادها على الديون.

<sup>1</sup> صبوذة إيناس، أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير تخصص مالية المؤسسة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2009/2008، ص 47.

<sup>2</sup> عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 387.

<sup>3</sup> بوغازي عبد الوارث، طواهري إسلام، أثر تكلفة رأس المال على قيمة المؤسسة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر تخصص مالية المؤسسة، جامعة 8 ماي 1945، قلمة، 2019/2018، ص 20.

<sup>4</sup> عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص ص 402-406.

**3-الموقف الضريبي للمؤسسة:** من أهم الأسباب التي تجعل المؤسسة تلجأ للتمويل بالديون، الأمر الذي يخفض من العبء الضريبي على المؤسسة، وتستفيد من الوفورات الضريبية التي تحققها الفوائد حيث أنها تقتطع قبل احتساب الضريبة.

**4-الرفع التشغيلي:** عند انخفاض درجة مخاطرة النشاط، بإمكان المؤسسة استخدام الرفع المالي (اللجوء إلى الاقتراض) في حال انخفاض درجة الرفع التشغيلي، بشكل أفضل من المؤسسات التي تتميز بارتفاع في الرفع التشغيلي (الاعتماد على التكاليف الثابتة أكثر من التكاليف المتغيرة).

**5-معدل النمو:** فالمؤسسات التي تمتاز بسرعة في النمو تعتمد على التمويل بالديون بشكل كبير، كما أن ارتفاع تكاليف التمويل بالأسهم مقارنة مع الدين يشجع المؤسسة على زيادة الاعتماد على الاقتراض، لكن في المقابل قد تواجه هذه المؤسسات مخاطر أكبر جراء اعتمادها على القروض مما يجعلها تقلل من درجة الاعتماد عليها.

### ثالثا: القرار المالي وعلاقته بالعائد المحاسبي وتكلفة رأس المال

تسعى المؤسسات دائما إلى اتخاذ القرارات المالية الصحيحة، فهي عملية لا تتحمل الخطأ، وأي خطوة تتخذها المؤسسة اتجاه تحقيق أهدافها الكثيرة مربوطة بفعالية ورشادة القرار المالي المتخذ، والذي يعني باختيار القرار الاستثماري الذي يحقق أعلى العوائد ضمن أقل تكلفة ممكنة. هنا تظهر علاقة العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال بالقرار المالي من خلال ثلاث حالات، وهي:

#### 1) العائد المحاسبي أكبر من تكلفة رأس المال:

عندما يكون العائد المحاسبي أكبر من تكلفة رأس المال على متخذ القرار قبول المشروع الذي يحقق أعلى العوائد مقارنة بتكلفة التمويل التي تتحملها المؤسسة جراء التوليفة المشكلة من مصادر التمويل المختلفة.

#### 2) العائد المحاسبي يساوي تكلفة رأس المال:

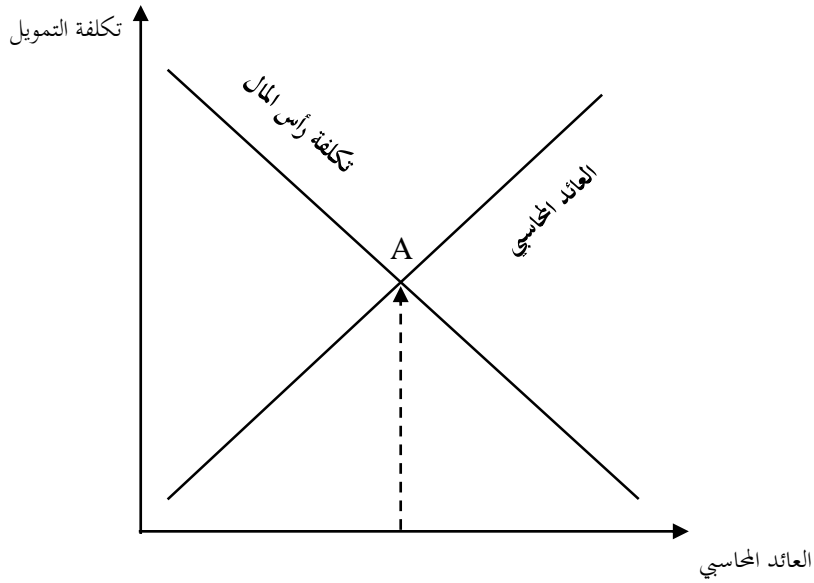
عندما يتساوى العائد المحاسبي مع تكلفة رأس المال، يكون متخذ القرار أمام المشروع في المشروع أو رفضه، وعلى العموم، فإن أي مؤسسة اقتصادية قائمة هدفها الأول هو تحقيق أعلى ربح بأقل تكلفة ممكنة، وإذا كانت العوائد المحققة تغطي فقط تكلفة التمويل المتحملة، فمصير هذا المشروع هو الرفض.

#### 3) العائد المحاسبي أقل من تكلفة رأس المال:

عندما تكون التكلفة المتحملة أكبر من العوائد المحققة، فإن المشروع يرفض تماما، فعوائده لم تغطي تكلفة التمويل والمؤسسة لم تحقق أي ربح.

والشكل الموالي يبين العلاقة بين العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال:

## الشكل رقم 04: علاقة العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المعطيات السابقة

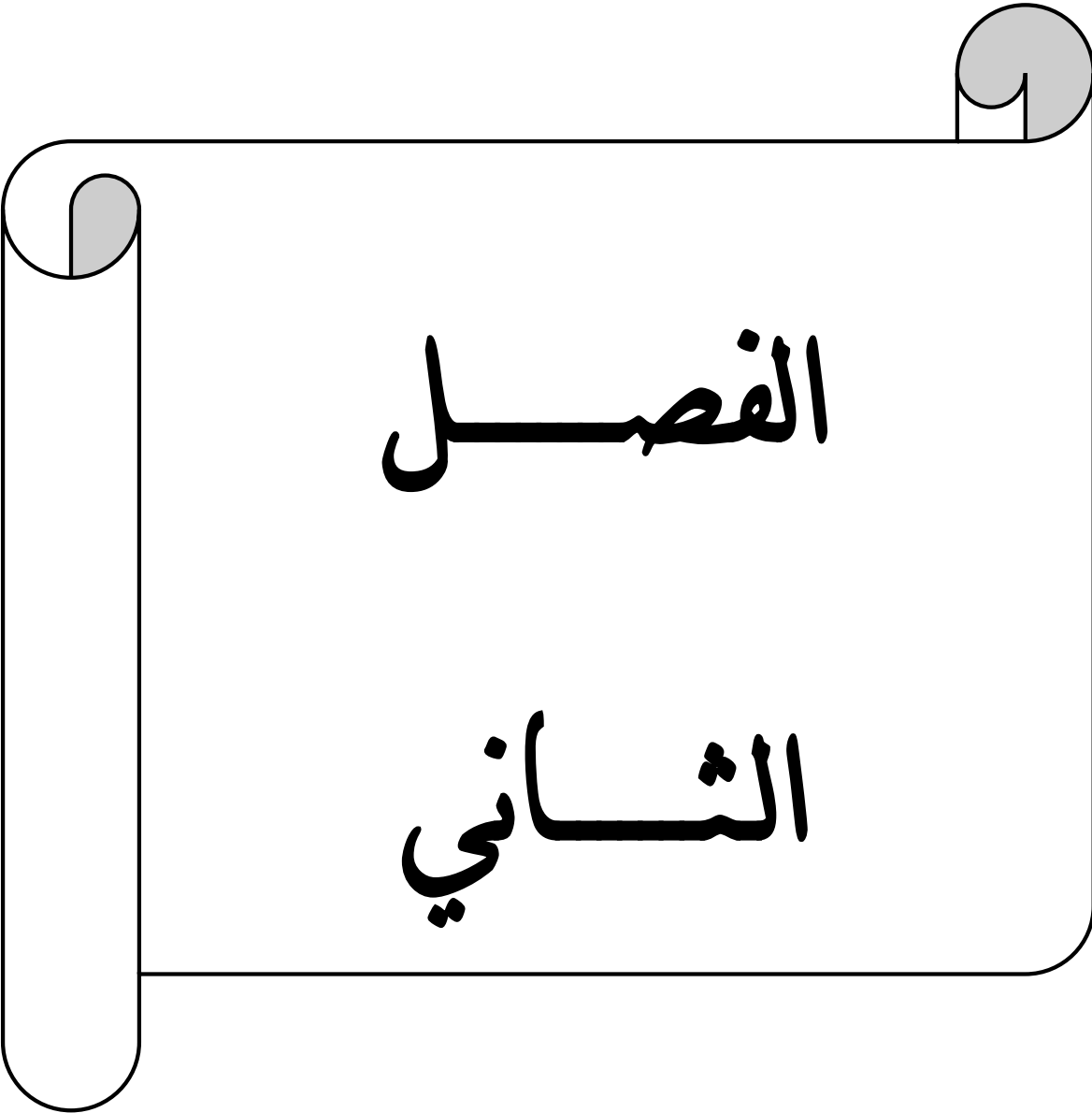
يبين الشكل أعلاه تأثير العائد المحاسبي على تكلفة رأس المال، فكلما ارتفع العائد المحاسبي انخفضت تكلفة رأس المال. هذا يدل على العلاقة العكسية بينهما والنقطة A هي أين يتساوى العائد المحاسبي مع تكلفة رأس المال.

عالج المبحث الثالث كل ما يتعلق بهيكل رأس المال وتكلفة رأس المال وكذلك كيفية حساب كل تكلفة مصدر تمويلي على حدى، في مقابل تحديد العلاقة بين متغيرات الدراسة وكيفية تأثير تكلفة رأس المال ومعدل العائد المحاسبي على القرار المالي المتخذ داخل المؤسسة.

### خاتمة الفصل:

يظهر من خلال هذا الفصل علاقة القرارات المالية ببعضها البعض، فلا يمكن البحث عن مصادر التمويل دون وجود مشروع استثماري، ولا يمكن للمؤسسة أن تستثمر أو تنمو بدون مصدر تمويلي كاف، ولا يمكنها أن توزع أرباحا على المساهمين إذا لم تحقق مشاريعها عوائد مرضية.

في ظل كل هذا، يظهر دور العائد المحاسبي كمرجع لاتخاذ القرار، حيث أن العائد المحاسبي الذي تقوم المؤسسة بحسابه تتم مقارنته مع تكلفة التمويل وإذا كان المشروع الاستثماري الذي تم اختياره سيحقق للمؤسسة عوائد تغطي على الأقل تكلفة التي تحملتها المؤسسة.



الفصل

الثاني



## تمهيد الفصل

نظريا، نقول بأن عملية اتخاذ القرار المالي قائمة على دراسات دقيقة ومعقدة، حيث نتيجة هذه العملية يجب أن تصل بالمؤسسة إلى تحقيق أعلى ربح بأقل تكلفة ممكنة. ففي الفصل الأول تعرضنا إلى كيفية اتخاذ القرار المالي في ظل العائد والتكلفة، وفي هذا الفصل سنتطرق إلى الدراسة التطبيقية لهذا الموضوع والتي ستمكننا من فهم الجانب النظري بشكل أفضل.

قمنا بالدراسة التطبيقية في مركب تمييع الغاز الطبيعي GL1.k بولاية سكيكدة، والذي هو عبارة عن فرع تابع للمؤسسة الوطنية سوناطراك، لمحاولة إسقاط الدراسة النظرية على الميدان الفعلي.

تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، هي:

**المبحث الأول:** التعريف بالمؤسسة محل الدراسة

**المبحث الثاني:** تحليل العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال والعلاقة بين القرار المالي والعائد المحاسبي وتكلفة رأس المال

## المبحث الأول: التعريف بالمؤسسة محل الدراسة

## أولاً: التعريف بالمؤسسة الأم "سوناطراك":

هي شركة وطنية (شركة مساهمة 100% مملوكة للدولة)، تقوم بالبحث عن المحروقات ونقلها وتحويلها وتسويقها. تعتبر سوناطراك من أهم الشركات البترولية في الجزائر وإفريقيا، فنشاطها يقوم على أربع أنشطة (Activités) وهي: في التنقيب واستخراج البترول والغاز (Amont) والنقل عبر قنوات (TPC)، وتحويل البترول والغاز (Aval) وتسويق المحروقات ومشتقاتها (Commercialisation). متبعة في ذلك استراتيجية التنويع.

وكتجربة أولى قامت بها سوناطراك لتؤكد نشأتها، شرعت في إنشاء وتشغيل أنبوب النقل الذي يرتبط بين أرزيو وحوض الحمراء البالغ طوله 805 كلم طولا. تسبب هذا في خرق اتفاقية إفيان بالنسبة لفرنسا ما أدى إلى إجراء مفاوضات في 29 جويلية 1968 باتفاق جزائري-فرنسي يقتضي تسوية المسائل المتعلقة بالتطور الصناعي بالجزائر.

## I. التطور التاريخي لسوناطراك:

بقصد التخلص من تداعيات قانون النفط الصحراوي الصادر قبل الاستقلال، والمكرس لاحتكار الشركات الفرنسية للنفط الجزائري، أنشأت الحكومة الجزائرية باستقلالها إدارة للطاقة والمحروقات، تضمن مراقبة وتسيير هذا القطاع، كما تسعى لإنهاء السياسة النفطية السائدة، ومن أجل دعم هذه الإدارة صدر المرسوم التنفيذي رقم 491/63 والصادر في 1963/12/31، المقرر لإنشاء الشركة الوطنية لنقل وتسويق المحروقات (SONATRACH)\*.

وانطلاقا من الاتفاق الجزائري - الفرنسي الناتج عن مفاوضات 1964 لتنظيم قطاع المحروقات و تطوير الصناعة الجزائرية، تم استبدال قانون النفط الصحراوي باتفاق شراكة يضمن مساهمة سوناطراك بمختلف الموارد في مجال نقل و تسويق المحروقات عبر كل مراحل هذه الصناعة بالجزائر، وينهي احتكار الشركات الفرنسية لها. لينتقل هذا الدور انطلاقا من القرار رقم: 292/66 الصادر بتاريخ 1966/09/22 من النقل والتسويق إلى شركة وطنية للبحث، الإنتاج، النقل، التحويل، وتسويق المحروقات.

أما في 1971/02/24 تم تأميم قطاع المحروقات من طرف السلطة العمومية الجزائرية، فأصبحت سوناطراك بذلك يد هذه السلطة على القطاع. وفي 1981 أعيد هيكلتها تبعا للتطورات الحاصلة لاسيما الاقتصادية منها، بإنشاء 17 مؤسسة فرعية لها وظائف تكميلية.

وقد توالى التطورات التي مرت بها سوناطراك حتى أصبحت شركة بالمنظور القانوني ومجمع طاقتي من المنظور الاقتصادي ذات محفظة أنشطة متنوعة تضم 154 مؤسسة فرعية على المستويين الوطني والدولي (105 مؤسسة

\* Société Nationale Pour Transport Et Commercialisation Des Hydrocarbures.

## الطبيعي - سكيكدة - خلال الفترة 2014-2016

على المستوى الوطني و49 على المستوى الدولي)، حاضرة في العديد من الدول، من أهمها: البيرو، انكلترا، اسبانيا، ايطاليا، مالي، النيجر، مصر وليبيا.

كما يقدر حجم عمالة مجمع سوناطراك بجوالي 120 ألفا، ويحتل الصدارة عالميا من خلال كونه:

- أول شركة نفطية وغازية في أفريقيا.
- أول شركة غاز في البحر الأبيض المتوسط.
- ثالث مصدر في العالم لغاز البترول المميع (GPL).
- رابع مصدر في العالم للغاز الطبيعي المميع (GNL)
- خامس مصدر في العالم للغاز الطبيعي.
- سادس شركة عالميا من حيث احتياطات وإنتاج الغاز الطبيعي.
- في المرتبة الثانية عشر عالميا كشركة بترولية والخامسة والعشرون من حيث عدد الموظفين. إلا أن مهامها استمرت كما يلي:

- تلبية احتياجات السوق الجزائرية للمحروقات، خاصة الغاز الطبيعي الذي يعتبر من أولوياتها.
- تمويل السوق العالمية بالمحروقات السائلة والغازية والطاقة عامة.
- ضمان تنمية صناعة المحروقات (شرط استمراريته).

## II. أهداف سوناطراك:

لسوناطراك مجموعة من الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها، من أهمها:

- الإبقاء على نمو سوناطراك وتعزيز قيادتها في الجزائر وإفريقيا، ومكانتها بين قادة الصناعة والتجارة العالميتين في مجال المحروقات السائلة والغازية.
- الإسراع والإنتهاء بنجاح عملية التكيف مع الشروط الجديدة التي حددها قانون المحروقات الجديد (07/05) للتقدم إلى المعايير العالمية.
- التكفل كمؤسسة وطنية ناجحة ومتطورة لبلد نفطي وغازي في تحسين تقييم الموارد الوطنية للمحروقات، وخلق الثروات لصالح التنمية الاقتصادية والاجتماعية للبلاد.
- الاستمرار في جعل أنشطة المنبع (AMONT) أساس تقدم سوناطراك، ومحور أساسي لتوسيع احتياطات الجزائر وتدعيم نشاطها في الخارج.
- تنويع أنشطة المصب (AVAL) ورفع مساهمتها في أرباح الشركة بالجزائر وخارجها.
- الاستمرار في التحكم وتخفيض التكاليف لضمان البقاء: الأولى في الجزائر، الأولى في إفريقيا، وقائدة الصناعة الغازية في منطقة البحر الأبيض المتوسط وفي الصدارة العالمية.

### III. منتجات سوناطراك:

لسوناطراك مجموعة من المنتجات تتنوع ما بين المحروقات ومشتقاتها، كهرباء واتصالات، مياه البحر المحلاة، خدمات مالية وبيئية، ومنتجات منجمية، إلا أنها تركز على المحروقات كمنتجات رئيسية وأساس نشاطها، والتي تتمثل فيما يلي:

#### 1. النفط (البترو):

كلمة النفط هي فارسية الأصل (نافاتا) تعني القابلة للسريان. أما كلمة البترول (PETROLEUM) فهي لاتينية الأصل تتألف من مقطعين هما: (PETR) وتعني الصخر، و(OLEUM) التي تعني زيت، وبذلك تعني في مجملها "البترو" زيت الصخر.

يتكون النفط عبر مراحل متتالية بصورة تدريجية بطيئة، ففي أولى مراحل تحوله البقايا العضوية عبر ملايين السنين بفعل مستوى الضغط والحرارة التي تنشط البكتيريا المساعدة على تحليلها إلى ما يعرف بالكيروجين، و هي مادة هلامية تمثل النفط غير التام، و يبدأ هذا الأخير في التكون بتحول الكيروجين إلى أسفلت (أردء أنواع النفط لأنه أقلها نضجا) الذي يتحول بدوره إلى النفط الثقيل ثم الخفيف وتزداد درجة خفته بطول فترات تكونه، ويتسرب النفط من خلال الطبقات الأرضية المسامية التي تتسم بارتفاع نسبة الرمل و الجير بها، ليتجمع في النطاقات المعروفة بمصايد النفط، وتحدد درجة جودته من خلال معياري (ثقله أو خفته / مرارته أو حالوته)، حيث يتحدد معيار الثقل أو الخفة تبعا لكثافته، أما معيار المرارة أو الحلاوة فتبعا لكمية عنصر الكبريت فيه، فأجودها الخفيف الحلو (قليل الكبريت). وللنفط أكثر من 150 نوعا، ويدخل في إنتاج أكثر من 400 ألف منتج.

#### 2. الغاز الطبيعي:

بعد تكون النفط الخفيف تزداد درجه خفته تبعا لاستمرار توافر الظروف السابقة الذكر إلى أن يتحول إلى غاز طبيعي، يكون إما مصاحبا للنفط في مصايده، وإما يكون في مصايد نفطية تم تحويلها كليا إلى غاز طبيعي.

### IV. الهيكل التنظيمي لسوناطراك:

الشكل رقم 05: الهيكل التنظيمي للمؤسسة الأم "سوناطراك"

## الطبيعي - سكيكدة - خلال الفترة 2014-2016



## ثانيا: التعريف بمركب تمييع الغاز الطبيعي بسكيكدة GL1/K:

يعد مركب تمييع الغاز الطبيعي GNL بمدينة سكيكدة من أكبر مركبات تمييع الغاز الطبيعي في العالم، كما يعتبر الصناعة الثانية من حيث الأهمية ويتمثل نشاطه الأساسي في تمييع الغاز الطبيعي الآتي من حاسي الرمل. من هذا المبدأ بدلت الجزائر مجهودات كبيرة لتشييد مصانع ومركبات ضخمة على مستوى القطر الجزائري، وكان من وراء انتعاش هذه السياسة الاقتصادية هو جعل هذه الثروات الباطنية محركا للتنمية الاقتصادية والاجتماعية وتحقيق المنفعة العامة للوطن ومن بين هذه المركبات مركب GL1/K.

تم تشييد المركب من طرف الشركة المختلطة سوناطراك 50% و ERAP 50% وذلك حسب اتفاقية ديسمبر لعام 1971 مع ERAP، وبعد ذلك أصبح تحت المراقبة الخاصة لسوناطراك وتم تدشينه في 19 جوان 1972 من طرف الرئيس الراحل هواري بومدين وبدأ نشاطه بصفة رسمية ابتداء من ديسمبر 1974.

يعتبر مركب تمييع الغاز الطبيعي وحدة من الوحدات التابعة للمؤسسة الوطنية سوناطراك حيث إدارته العامة في الجزائر بينما إدارته الجهوية بأرزويو ولاية وهران والتي هي على اتصال دائم به فهو المحرك المالي والإداري له، فهي تقوم بتحديد القرار الاستثماري كما أنها تنفرد لوحدها في المفاضلة بين المشاريع الاقتصادية، واتخاذ المشروع الأنسب وما على المركب إلا تنفيذ وتطبيق هذا القرار كما هو الحال بالنسبة لمشروع تجديد وحدات المركب والتعاقد مع الشركات الأجنبية.

يقع مركب الغاز الطبيعي بالمنطقة الصناعية بسكيكدة، وبالضبط في قرية العربي بن مهدي على بعد 3 كلم من مقر الولاية على شاطئ البحر حيث تأسس سنة 1976 ويمتد على مسافة 96 هكتار ويشغل قرابة 1400 عامل. هذا المركب له نشاط مهم هو تمييع الغاز الطبيعي حيث تصل قدرته الإنتاجية إلى 15000000 م<sup>3</sup> في السنة ويصل هذا من آبار حاسي الرمل على مسافة 580 كلم عن طريق أنابيب سمكها 40 سم، حيث يزيد المركب البتروكيميائي ENIP بالإيثان لإنتاج الإيثيلين ومشتقاته وبالأخص البلاستيك، ومختلف المراكز المجاورة للمنطقة بالبوتان والبروبان الموجه للأسواق الداخلية، كما أنه يصدر الغاز للخارج.

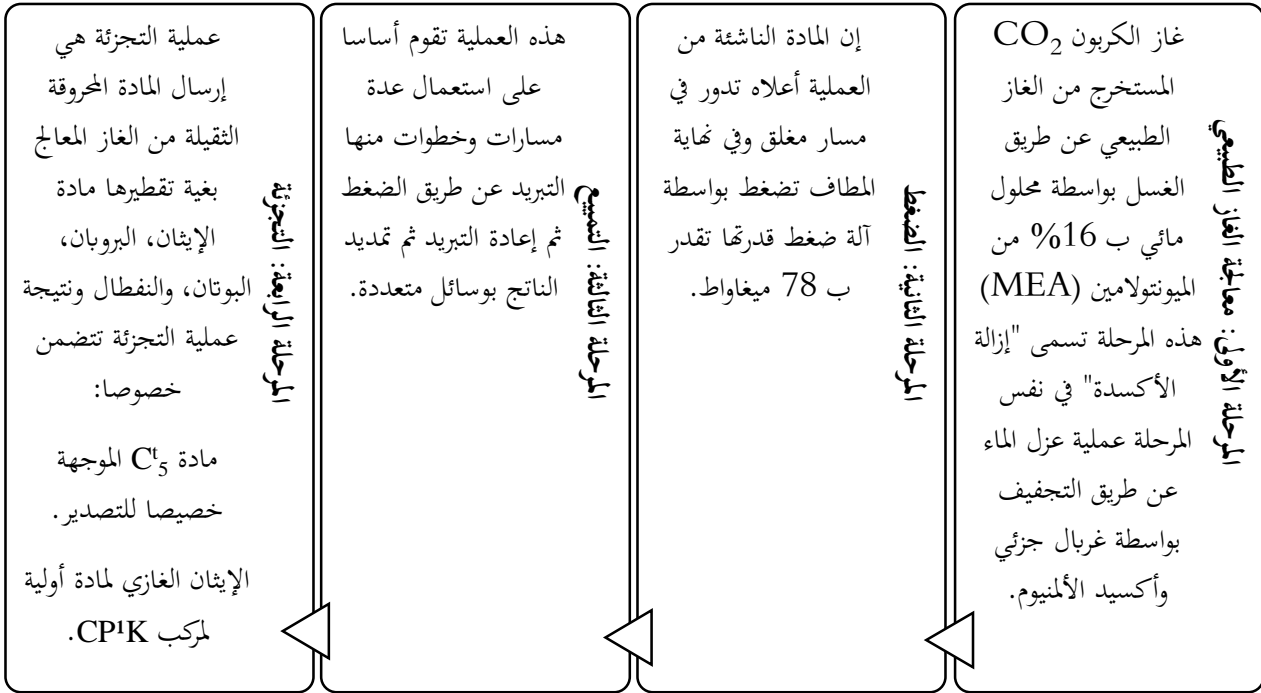
تتمثل وظيفة هذا المركب في نقل الغاز الطبيعي، حيث أن الغاز الطبيعي المميع (Gaz Naturel Liquéfié) هو غاز طبيعي يتعرض لعملية فيزيائية تتم في 160° تحت الصفر ليصبح بعد ذلك سائلا ومن هنا فإن 1 م<sup>3</sup> من الغاز الطبيعي المميع يساوي 600 م<sup>2</sup> من الغاز الطبيعي على حالته الغازية.

إن عملية نقل الغاز الطبيعي تتم عن طريق البواخر ولا يمكن تصديره إلا بعد تمييعه وهذا هو دور مركب الغاز الطبيعي بسكيكدة المتصل بأنبوب يبلغ طوله 580 كلم يمر بكل من بسكرة، باتنة وقسنطينة كما يعالج المركب 10109 نامو متر من الغاز، فإذاً عملية نقل الغاز تتطلب انخفاض كبير في كتلته الغازية.

الطبيعي - سكيكدة - خلال الفترة 2014-2016

تتم عملية التجميع عبر مراحل هي: 1- معالجة الغاز الطبيعي 2- التبريد 3- التميع 4- التجزئة.

الشكل رقم 06: مراحل عملية تجميع الغاز الطبيعي



المصدر: من إعداد الطالبة

I. خصائص المركب GL1/K:

أ. القدرة الإنتاجية

- الغاز الطبيعي المميع: 12 مليون م<sup>3</sup> في السنة.
- الإيثان: 323000 طن في السنة.
- البوتان: 313510 طن في السنة.
- الغازولين: 113850 طن في السنة.

ب. السعة الكاملة للتخزين:

تستعمل وحدة التخزين والتفريغ في تخزين الغاز الطبيعي المميع بقدرة تخزين 315000 م<sup>3</sup> وتوزع إلى المرافق

ليتم ملئ بخزان الغاز الطبيعي المميع ويتم بواسطتها ملئ غاز البيتان والبروبان وتحتوي على:

- 05 خزانات كبيرة من الغاز الطبيعي المميع بسعة 30800 م<sup>3</sup>.
- 02 خزانات لغاز البروبان بسعة 2500 طن.
- 01 خزان لغاز البوتان بسعة 200.000 طن.
- 02 خزانات لغاز الغازولين بسعة 3300 طن.

## الطبيعي -سكيدة- خلال الفترة 2014-2016

أما وحدة المعالجة لغاز البوتان المميع لها دور في عزل البوتان عن البروبان ودجا ليصبح PUPO والوحدة المركزية وهي مخصصة لتزويد وحدات المركب بالبخار والكهرباء والماء والهواء والأزوت.

### II. وصف المركب:

يتكون مركب تمييع الغاز الطبيعي المميع من 6 وحدات للتصنيع:

- وحدة مركزية للمساعدة (اللوازم)
- وحدة التخزين لإرسال المواد الجاهزة.
- وحدة المعالجة (GPL).
- الوحدات الثلاثة الأولى (10-20-30): تأسست من طرف الشركة الفرنسية (Technip) بموجب القرار (TEAL) ولقد بدأت هذه الوحدات في عملية الإنتاج سنة 1972 بحيث تقوم بإنتاج 19500 م<sup>3</sup> يوميا من الغاز الطبيعي المميع.
- الوحدة 40: تأسست من طرف الأنجلو-أمريكية (ROHODES, PRITCHARD) بنسبة 80% ثم استأنفت من طرف الشركة الأمريكية (Pull Man Kellogg) في مارس 1978 من حيث قدرتها الإنتاجية 6000 م<sup>3</sup> (GNL) يوميا.

وللذكر فالوحدات (20-30-40) احترقت إثر الانفجار في 2004/01/19.

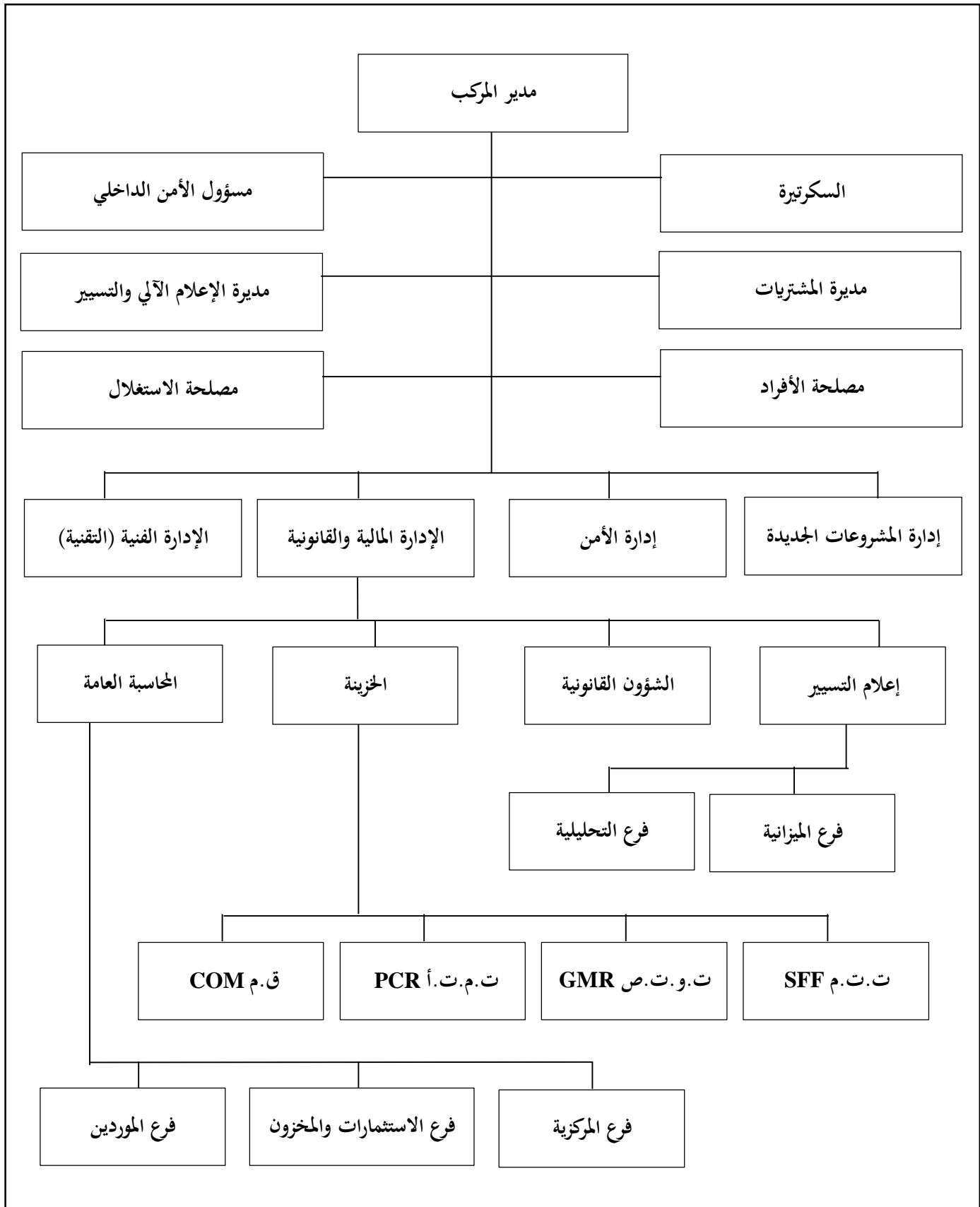
- الوحدة (6/5): تأسست أيضا من طرف (PRITCHARD) بنسبة 75% ثم استأنفت من طرف (Pull Man Kellogg) في أبريل 1977 وتمثل قدرتها الإنتاجية 16000 م<sup>3</sup> يوميا.
- زيادة على الغاز الطبيعي ينتج المركب:
- الإيثان 1029 طن (ETHANE) يوميا.
- البروبان (PROPANE) 987 طن يوميا.
- البوتان (BUTANE) 680 طن يوميا.
- النفط الخفيف (NAF-LEGER) 373 طن يوميا.

### III. الهيكل التنظيمي للمركب:

شكليا هو هيكل كلاسيكي بدوائر ومن ملاحظتنا لطريقة التعامل لهذا المركب نجد ترتيبية (TREHIERARCHISE) بصفة عامة لأن الإرشادات في مخططات الإنتاج يتم تحضيرها على مستوى المديرية ثم يتم تنفيذها، ويلاحظ أيضا أن العلاقات جد مربوطة بالهيكلية الترتيبية ويكون توجيه وإرسال الإرشادات من طرف شخص واحد فقط هو المدير.



الشكل رقم 07: الهيكل التنظيمي لمركب تميمع الغاز الطبيعي بسكيكدة GL1/K



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات مقدمة من طرف أمين الخزينة.

تمت الدراسة الميدانية داخل دائرة الشؤون المالية والقانونية، وفيما يأتي سنحاول الإحاطة بفروع هذه الدائرة بنوع من الإيجاز.

### دائرة الشؤون المالية والقانونية:

تقوم هذه الدائرة بتسيير النفقات المالية للمركب إضافة إلى التكفل بالمشاكل والمسائل القانونية وإعداد الحصيلة السنوية وتوقعات السنوات المقبلة وأخيرا المراقبة والتسيير والتخطيط المالي.

#### 1. وظائف الدائرة:

##### أ. الوظيفة المالية:

للحفاظ على أهمية المركب تسهر هذه الوظيفة على تحقيق ثلاث نقاط أساسية:

- ضمان توازن العمل من وجهة نظر التمويل ووفرة الخزينة.
- توفير الشروط اللازمة للاستثمارات في المركب بهدف توسيعه وتطويره.
- متابعة تمويل المشاريع الاستثمارية.

##### ب. الوظيفة المحاسبية:

تتميز بضمائها للتسجيل اليومي لكل الحركات المالية للمركب وتقديم الميزانية السنوية التي تلخص النشاط السنوي وذلك للمخطط المحاسبي الوطني، وتشمل هذه الوظيفة:

- المحاسبة العامة تبين حالات الممتلكات.
- المحاسبة التحليلية للاستغلال والتي تسمح باستنتاج العناصر المكونة للتكاليف.

#### 2. مركبات دائرة الشؤون المالية والقانونية

وتتركب هذه الدائرة من أربع مصالح هي:

##### أ. مصلحة الخزينة:

تعتبر من أهم المصالح في دائرة الشؤون المالية والقانونية وتقوم هذه المصلحة بالسهر على مراقبة دفع المصاريف

الخاصة بالمركب بالدينار أو بالعملة الصعبة، وتمثل فروعها في:

- S-F-F تسجيل التدفقات المالية
- G-M-R تسيير وسائل التسديد
- P-C-R تقدير ومراقبة وعرض الحالة المالية
- C-O-M القيد المحاسبي.

### ب. مصلحة المحاسبة العامة:

تقوم هذه المصلحة بإعداد التسويات المختلفة في ميزانية المركب كما تقوم بإعداد حصيلة سنوية لعمل المؤسسة وحساب اهتلاك استثمارات المركب وتتمثل فروعها في:

- **فرع التوحيد المركزي:** هذا الفرع يقوم بتحويل الحسابات اليومية العامة وهذا بعد عملية التوحيد كما تقوم بتسجيل الأجور والأعباء التي تتعلق بها بالإضافة إلى الأجور وتقوم بمعالجة السلفيات والتسيقات والتنسيق بين الوحدات والفروع.

- **فرع الموردين:** يقوم هذا الفرع بمعالجة الفواتير سواء كانت داخل الوطن و الغرض هو معرفة وظيفة للموردين أو الرصيد في نهاية 12/31 وكذلك دفاتر مساعدة لكل مورد لتسهيل العملية المحاسبية، وهذا بعد الحصول على الطلبات سواء من دائرة الوسائل العامة أو دائرة التموين، حيث هاتان الدائرتان هما المسؤولتان عن إعداد الطلبات الخاصة سواء من جميع المصالح الأخرى، و ترسل إلى مصلحة الإعلام و التسيير و بعد إعدادها ترسل إلى فرع الموردين الذي بدوره يرسله إلى أصحابها "53/2"، حيث يقوم بإعداد الفاتورة و على المكلف بالشراء أن يختار ما يناسب طلبيته و تتم عملية الاستلام و المراقبة لكل الوثائق و هذا بإنشاء سند التسجيل والكشوف المؤقتة كما يجب تزويدها بالمعلومات للتسيير و في الأخير تقييم يوميا الحسابات في فهرس الموردين و هذا باستخدامه عدة سنوات.

- **فرع المخزونات والاستثمارات:** يقوم هذا الفرع بمراقبة ومتابعة أملاك المركب من المخزونات والاستثمارات سواء أنشأها أو تحصل عليها ومن مهامها أنه يقوم بتحصيل سندات الاستلام وسندات الخروج من المخزون والسندات الآتية من طرف دائرة التموين ودائرة الوسائل العامة وكذلك مراقبة وتقييم المدخلات لدى المخزن.

### ج. مصلحة الدراسات والمعلومات الإدارية:

يتركب عمل المصلحة أساسا على القيام بمختلف الدراسات المالية وعملية التخطيط المالي بهدف التقليل من نفقات المركب وأيضاً التنبؤ بتوقعات السنوات المقبلة وذلك بالتنسيق مع مصلحة المحاسبة العامة كما تعمل هذه المصلحة على تزويد مسيري المركب بمختلف المعلومات والمستجدات المالية وتتمثل فروعها في:

- **فرع الميزانية:** تقوم بمراجعة ومراقبة الفواتير والمصاريف سواء كانت هذه المصاريف خدمات مشتريات استهلاكية أو مشتريات مواد ولوازم، فالميزانية وجدت لمراقبة وتسيير المتطلبات بصفة عامة.

- **فرع المحاسبة التحليلية:** يقوم هذا الفرع بتسجيل وترتيب وتحليل البيانات المحاسبية للأعمال والرقابة عليها لاتخاذ القرارات حيث تهدف إلى تسجيل جميع العمليات الحسابية المتعلقة بنشاط المركب لاستخراج سعر التكلفة الإنتاج التام بسعر التكلفة للخدمات ومجمل التكاليف في مختلف مراحل الإنتاج أو تقديم الخدمات، كذلك

### الطبيعي -سكيكدة- خلال الفترة 2014-2016

لمعرفة قيمة المخزونات والبحث عن نتائج الفروع المختلفة للمركب كل على حدا، أيضا لإمداد المدير العام بقواعد تقييم بعض عناصر الأصول الثابتة الممولة من ذاتية المؤسسة. ولتسهيل مهمة هذا الفرع قسم إلى مراكز التكاليف هي: الرئيسية، مراكز ثانوية للخدمات، مراكز ثانوية إدارية.

#### د. مصلحة الشؤون القانونية والمنازعات:

تهتم هذه المصلحة بحل المشاكل القانونية والنزاعات التي يصادفها المركب وكذا تمثيل هذه الأخيرة أمام مختلف الجهات وهيئات القضائية كما أنها تسير العقود واتفاقيات العمل وعقود التأمين الخاصة بالمركب كما تتكفل بكل ما يتعلق بالجانب القانوني للمركب وبذلك فهي الممثل الرسمي للمركب أمام العدالة.

#### IV. القرار الاستثماري داخل المركب:

يقوم المركب بعدة مشاريع استثمارية، وفي الوقت الحالي تقوم المؤسسة بمشروع استثماري كبير سمي بمشروع الآزوت (Projet d'Azote) قدرت قيمته المبدئية ب 9 مليون أورو. يستخدم الآزوت في تميمع الغاز الطبيعي، فهي مادة أساسية يتم شراؤها واستيرادها من الخارج. وحاليا يقوم المركب GL1/K بإنشاء وحدة الآزوت للتقليل من تكاليف الاستيراد التي أحيانا تكون مرتفعة جدا. المشروع مازال قيد الإنجاز بنسبة 60%.

طرح هذا المشروع سنة 2016 من قبل مدير المركب في سكيكدة إلى الإدارة الجهوية في وهران ثم تم نقله إلى المدير العام للسوناطراك في الجزائر العاصمة الذي صادق عليه سنة 2018 حيث تم توقيع العقد مع شركة إبيرغاز (IBERGAZ) الفرنسية وتم البدء في العمل.

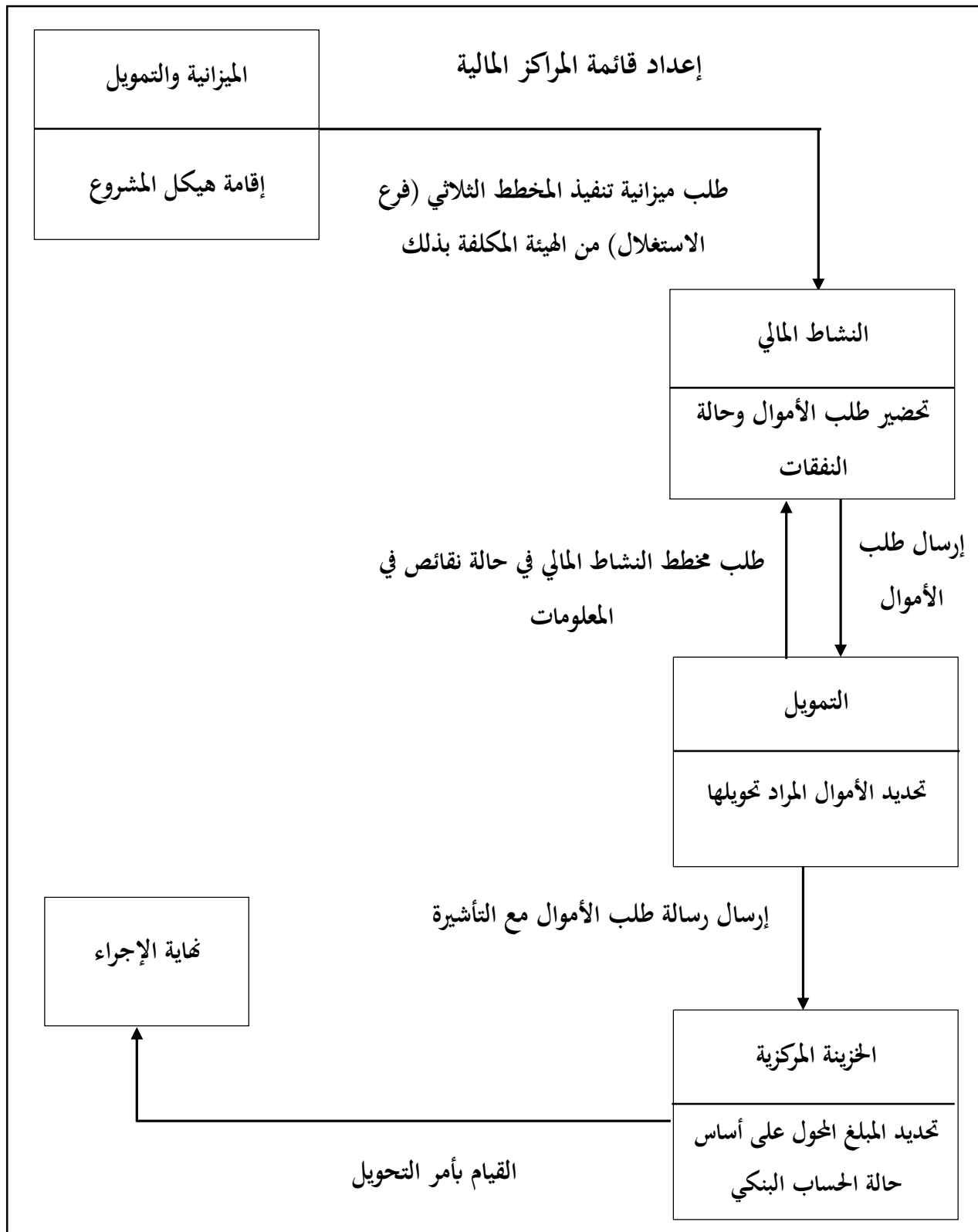
تجدر الإشارة إلى أن المدة المتوقعة للمشروع كانت 31 شهرا لكن المركب توقف عن العمل منذ ديسمبر سنة 2019 بسبب بعض أعمال الصيانة داخله، ومع تفشي ظاهرة كورونا (Covid-19) كان من المستحيل الانتهاء من المشروع في الوقت المحدد.

#### V. القرار التمويلي داخل المركب:

لا يمكن للمسير أو المدير المالي أن يتخذا أي قرار تمويلي داخل المركب، حيث تتم العملية التمويلية عن طريق إعداد المخطط المالي للاستثمار (Plan de Financement d'Investissement) الذي يتم إرساله إلى الإدارة الجهوية بوههران والتي بدورها ترسله إلى الإدارة العامة لسوناطراك. تتم المصادقة على المشاريع من طرف المدير العام/ التنفيذي والذي يقوم بدراسة المشروع المقترح ثم ترسل الموافقة إلى مركب GL1/K حيث ترسل معها أيضا الأموال اللازمة للتمويل إلى الحساب البنكي للمركب.

والشكل الموالي يبين كيفية طلب الأموال اللازمة للتمويل بالتفصيل:

الشكل رقم 08: كيفية طلب الأموال اللازمة للتمويل



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات مقدمة من أمين الخزينة

الطبيعي - سكيكدة - خلال الفترة 2014-2016

تمثل هذه الطريقة أشكال وطرق تحويل الأموال من الخزينة المركزية نحو الخزائن الفرعية للنشاط ومديريات التعبئة والمراكز المتمثلة فيما بعد في مراكز الميزانية تتمثل هذه الطريقة في كيفية اتخاذ التصريح بالميزانية. حيث تخص الأموال الموجودة في المخطط السنوي كما يلي:

أ. على المستوى المركزي (مقر المؤسسة):

- الهيئة التي تقوم بمتابعة المخطط السنوي للمؤسسة تتمثل في الميزانية.
- الهيئة التي تقوم بالبحث عن مصادر التمويل للمشاريع والاستثمارات تتمثل في التمويل.
- الهيئة التي تقوم بتسيير تدفقات الخزينة للمؤسسة وتتمثل في الخزينة المركزية.

ب. على مستوى مركز الميزانية:

- الهيئة المالية لمركز الميزانية تتمثل في مالية النشاط.

ج. المهلة:

- طلب المال الخاص بالاستثمار يعد ويدرس على أساس حالة التقدم المالي للمشاريع.

## المبحث الثاني: تحليل العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال والعلاقة بين القرار المالي والعائد المحاسبي

### وتكلفة رأس المال

يعتمد المركب في تمويله على مزيج من الأموال، ومن القوائم المالية لسوناطراك لسنوات 2014-2015-2016 استطعنا تحديد اعتماد الشركة على مزيج من الأموال الخاصة وكذلك أموال الاستدانة في تمويل نشاطات فروعها ومنها نشاطات مركب تجميع الغاز الطبيعي بسكيكدة.

### أولاً: تحليل العائد المحاسبي:

يعتبر العائد المحاسبي من الأساليب المعتمدة في دراسة جدوى المشاريع الاستثمارية، له عدة تسميات وعدة طرق مختلفة للحساب ومن بينها تسمية العائد على الاستثمار والذي يحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{النتيجة الصافية للسنة}}{\text{مجموع الأصول}}$$

### الجدول رقم 06: العائد على الاستثمار للمركب GL1/K

السنة	النتيجة الصافية للسنة المالية	مجموع الأصول	العائد على الاستثمار
2014	1 732 292 323.55	237 119 106 990.62	0.73%
2015	1 901 262 222.33	218 881 641 366.88	0.868%
2016	1 889 597 944.85	192 027 736 954.22	0.984%

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمركب خلال الفترة 2014-2016.

يتبين لنا من خلال الجدول أعلاه أن أعلى نسبة للعائد كانت سنة 2016، حيث بلغت نسبة 0.984%، ويرجع السبب في الارتفاع إلى انخفاض مجموع الأصول مقارنة بالسنوات الماضية، ما انعكس على معدل العائد على الاستثمار، وكذلك نسبة الانخفاض في مجموع الأصول كان أكبر مقارنة بنسبة الانخفاض في نتيجة السنة المالية. كما أنه عرف ارتفاعاً نسبياً على مدار ثلاث سنوات والسبب هو الانخفاض الكبير في مجموع الأصول سنة عن سنة مقارنة بالتذبذب في نتيجة السنة المالية للسنوات الثلاث.

ومن الملاحظ كذلك أن معدل العائد لم يتعدى نسبة 1% في السنوات الثلاث، وذلك راجع إلى أن مركب تجميع الغاز الطبيعي بولاية سكيكدة عبارة عن فرع تابع لنشاط التجميع والفصل (Aval) والذي بدوره ينقسم إلى فرع البترول وفرع الغاز الطبيعي كما ظهر في الهيكل التنظيمي سابقاً.

## ثانيا: تحليل تكلفة رأس المال:

ذكرنا سابقا أن الشركة الأم تعتمد في تمويل نشاطاتها على توليفة من الأموال من المصادر طويلة الأجل إلى المصادر قصيرة الأجل. وفيما يلي سنتناول المصادر طويلة الأجل التي يلجأ إليها المركب وكيفية حساب تكلفتها.

### 1. تكلفة التمويل بالأموال الخاصة:

#### أ. رأس المال:

من التقارير المالية السنوية للمؤسسة الأم، يظهر لنا أن رأس مال الشركة يساوي 1000 مليار دج مقسمة إلى 1 000 000 سهم عادي، وتساوي قيمة السهم الواحد 1 000 000 دج، مملوكة 100% للدولة. وكذلك من الدراسات الميدانية السابقة، فإن رأس مال المركب GL1/K يساوي 12 000 000 دج أي أنه يمثل نسبة 0.0012% من رأس مال الشركة.

النسبة السابقة ستؤخذ بعين الاعتبار في احتساب نصيب المركب من الأموال المحتجزة وكذلك أموال الاستدانة بما أنه فرع تابع لمؤسسة أم.

ومما تقدم، تكون تكلفة التمويل بالأسهم منعدمة لأن المؤسسة لم تطرح أسهم جديدة للاكتتاب ولم ترفع في رأس المال خلال فترة الدراسة لسنوات 2014-2016.

#### ب. الأرباح المحتجزة:

يظهر من خلال الجدول الآتي قيمة الأرباح المحتجزة للمؤسسة الأم وكذلك نصيب المركب من تلك الأرباح:

#### الجدول رقم 07: الأرباح المحتجزة للمؤسسة الأم والمركب

السنة	الأرباح المحتجزة للمؤسسة الأم	الأرباح المحتجزة للمركب
2014	4 561 000 000 000	5 473 200 000
2015	4 823 000 000 000	5 787 600 000
2016	4 843 000 000 000	5 811 600 000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقرير المالي السنوي لسوناطراك للسنوات 2014-2016.

تعتبر الأرباح المحتجزة مصدر تمويلي منخفض التكلفة مقارنة بالتمويل عن طريق إصدار الأسهم، ومن الملاحظ من خلال الجدول السابق أن الأرباح المحتجزة شهدت ارتفاعا نسبيا ملحوظا ما بين سنة 2014 و 2015 مقارنة بسنة 2016.

بسبب نقص المعلومات اللازمة تحسب تكلفة الأموال الخاصة بالعلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الأموال الخاصة} = \frac{\text{التوزيعات}}{\text{الأموال الخاصة}}$$



الطبيعي - سكيكدة - خلال الفترة 2014-2016

الجدول رقم 08: تكلفة الأموال الخاصة

السنة	توزيعات المؤسسة الأم	توزيعات المركب	الأموال الخاصة	تكلفة الأموال الخاصة
2014	1 000 000 000	1 200 000	7 216 292 323.55	%0.016
2015	2 000 000 000	2 400 000	7 698 462 222.33	%0.031
2016	3 000 000 000	3 600 000	7 709 597 944.85	%0.046

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية لسوناطراك للسنوات 2014-2016

يبين الجدول أعلاه أن تكلفة الأموال الخاصة في ارتفاع على مدار ثلاث سنوات، فأعلى نسبة للتكلفة كانت سنة 2016 بنسبة 0.046%، وأقل نسبة كانت سنة 2014 بنسبة 0.016%. ذلك راجع إلى الارتفاع في التوزيعات وكذلك الأموال الخاصة.

2. تكلفة التمويل بالاستدانة:

يبين الجدول التالي قيمة القروض المتحصلة عليها المؤسسة الأم وما نصيب المركب من تلك الأموال:

الجدول رقم 09: القروض البنكية للمؤسسة الأم والمركب GL1/K

السنة	المؤسسة الأم	المركب GL1/K
2014	2 000 000 000	2 400 000
2015	2 000 000 000	2 400 000
2016	2 000 000 000	2 400 000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية لسوناطراك للسنوات 2014-2016

تحسب تكلفة الاقتراض من خلال العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الدين} = \text{معدل الفائدة (1-معدل الضريبة)}$$

ولكن لعدم توفر المعلومات اللازمة بخصوص إدارة واستهلاك القروض داخل المؤسسة الأم أو المركب، سنعطي

قيمة افتراضية لمعدل الفائدة من خلال العلاقة التالية:

$$\text{معدل الفائدة على القروض} = \frac{\text{المصاريف المالية}}{\text{مبلغ القروض}}$$

مما سبق، نجد أن معدل الفائدة على القروض هو:

الجدول رقم 10: معدل الفائدة على القروض للمركب

السنة	المصاريف المالية	معدل الفائدة على القروض
2014	41 753 422.67	%18.23
2015	37 474 101.32	%15.61
2016	32 890 661.49	%13.70

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على القوائم المالية للمركب GL1/K للسنوات 2014-2016

## الطبيعي - سكيكدة - خلال الفترة 2014-2016

تخضع سوناطراك للجباية البترولية ويبلغ معدل الضريبة على الأرباح 80%، وعليه، تكون تكلفة التمويل بالاستدانة كما يلي:

## الجدول رقم 11: تكلفة التمويل بالاستدانة

السنوات	2014	2015	2016
تكلفة التمويل بالاستدانة	3.646%	3.122%	2.74%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على النتائج المتوصل إليها من حساب تكلفة الاستدانة

يبين الجدول أعلاه أن أقل نسبة لتكلفة الاستدانة كانت سنة 2016 وتمثلت في 2.74%، ومن الملاحظ أنها كانت في انخفاض على مدى السنوات الثلاث، ذلك راجع إلى انخفاض الأعباء المالية وكذلك معدل الفائدة.

## 3. التكلفة الوسطية المرجحة:

يتم حساب التكلفة الوسطية المرجحة لمركب GL1/K خلال الفترة 2014-2016 من خلال العلاقة

التالية:

$$K = K_{cp} (CP / CP+D) + K_D (D / CP+D) (1-IS)$$

تكلفة رأس المال = تكلفة الأموال الخاصة × (الأموال الخاصة/الأموال الخاصة + الديون) + تكلفة الديون × (الديون/الأموال الخاصة + الديون) × (1-الضريبة)

## الجدول رقم 12: تكلفة رأس المال

السنوات	2014	2015	2016
الأموال الخاصة	7 216 292 323.55	7 698 462 222.33	7 709 597 944.85
تكلفة الأموال الخاصة	0.016%	0.031%	0.046%
الديون	2 400 000	2 400 000	2 400 000
تكلفة التمويل بالاستدانة	3.646%	3.122%	2.74%
تكلفة رأس المال	1.62%	3.1%	4.61%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المعطيات السابقة

يتضح من خلال الجدول السابق أن تكلفة رأس المال في ارتفاع مستمر خلال سنوات الدراسة، حيث بلغت أقصاها سنة 2016 بنسبة 4.61%، والسبب في ذلك انخفاض نسبة الاقتراض مقارنة بالارتفاع النسبي في تكلفة الأموال الخاصة.

ويتضح كذلك أن المركب يعتمد على الأموال الخاصة في تمويل نشاطاته أكثر من اعتماده على الديون، حيث تجاوزت نسبة الأموال الخاصة نسبة 99.99% من إجمالي رأس المال، هذا ما يفوت عليه الاستفادة أثر الرافعة المالية. وعلى العموم، فإن المركب عبارة عن فرع تابع للمؤسسة الأم سوناطراك والتي هي مسؤولة عن اتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل.

### ثالثا: العلاقة بين القرار المالي والعائد المحاسبي وتكلفة رأس المال:

بعد تحليل نسب العائد المحاسبي وتكلفة التمويل، يبقى تحليل تأثير كل من العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال على القرارات القائمة داخل المركب. ومن خلال ما يأتي سنحاول التعرف أكثر على العلاقة بين القرار المالي والعائد المحاسبي وتكلفة رأس المال.

يبين الجدول التالي العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال:

#### الجدول رقم 13: معدل العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال

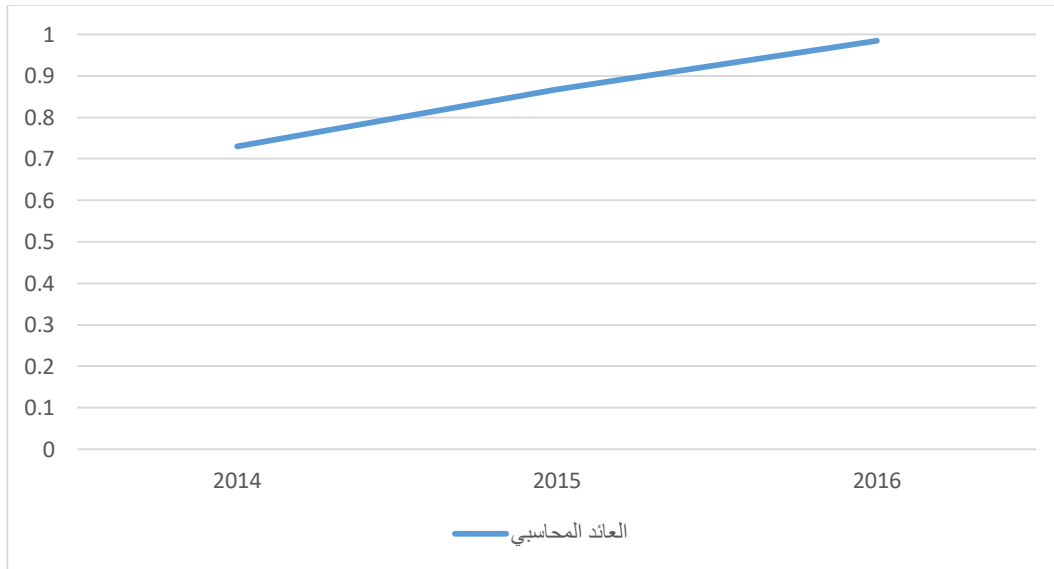
السنوات	2014	2015	2016
معدل العائد المحاسبي	0.73%	0.868%	0.984%
تكلفة الأموال الخاصة	0.016%	0.031%	0.046%
تكلفة التمويل بالاستدانة	3.646%	3.122%	2.74%
تكلفة رأس المال	1.62%	3.1%	4.61%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على النتائج المتحصل عليها سابقا

يتضح من خلال الجدول السابق أن هناك علاقة طردية بين معدل العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال، فقد سجلت أقل نسبة للعائد المحاسبي سنة 2014 بنسبة 0.73% وأعلى نسبة بـ 0.984% سنة 2016. كذلك الأمر بالنسبة لتكلفة رأس المال إذ سجلت السنة 2014 نسبة 1.62%، ثم ارتفعت تدريجيا على مدار سنوات الدراسة لتبلغ أقصاها سنة 2016 بنسبة 4.61%.

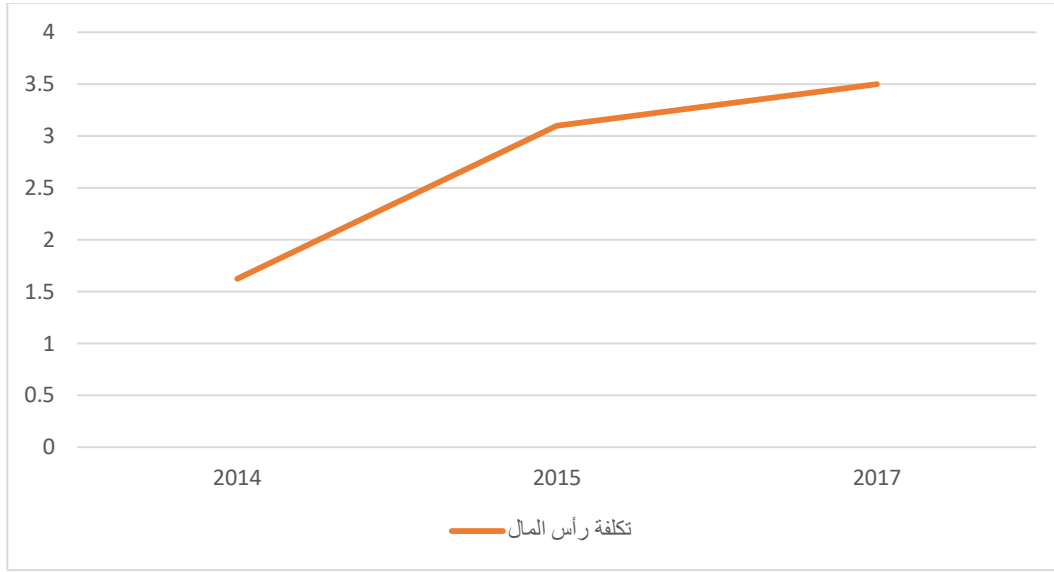
وفيما يلي التمثيل البياني للعائد المحاسبي وتكلفة رأس المال

#### الشكل رقم 09: التمثيل البياني للعائد المحاسبي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على النتائج المتوصل إليها

### الشكل رقم 10: التمثيل البياني لتكلفة رأس المال



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على النتائج المتوصل إليها

يتضح أكثر من خلال الشكلين السابقين التزايد التدريجي للعائد المحاسبي وتكلفة رأس المال.

وبعد تحليل أثر تكلفة رأس المال على العائد المحاسبي عبر الجدول والشكلين السابقين، يمكن القول أنهما يؤثران على بعضهما بالإيجاب، لكن التأثير ضعيف، حيث أن الارتفاع في العائد المحاسبي له تأثير طفيف على الارتفاع في تكلفة رأس المال.

ومما تقدم من تحليل تأثير العائد المحاسبي على تكلفة رأس المال، يكون المركب أمام قرار اختيار مصادر التمويل ذات التكلفة المنخفضة. فعند مقارنة تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة، يمكن استخلاص أن المركب يعتمد في تمويل نشاطاته على الأموال الخاصة أكثر من الاستدانة، حيث أن على مدار سنوات الدراسة كانت تكلفة التمويل بالديون أكبر من تكلفة التمويل بالأموال الخاصة بكثير. هذا يجعل المؤسسة لا تستفيد من أثر الرافعة لكن هذه الاستراتيجية المالية قد تكون اختيار المؤسسة الأم بفضل الحجم العالي للأموال الخاصة.

خلال سنوات الدراسة، ارتفع كل من العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال بسبب العلاقة الطردية بينهما، فبفضل تدني تكلفة رأس المال أو التمويل نتيجة التدني الكبير في تكلفة الأموال الخاصة، سيسمح ذلك للمركب بالاستثمار في مشاريع كثيرة، كون تكلفة رأس المال تعد التكلفة الحدية للاستثمار، وهذا قد يرجع حسب وجهة نظرنا لعدد الأسباب منها: طبيعة الملكية، طبيعة النشاط الاستراتيجي، أفضلية المؤسسة لدى دائئها... .

وتبقى هذه النتائج مجرد افتراضات، لأن المؤسسة الأم "سوناطراك" هي المسؤولة عن اتخاذ القرارات المالية للمركب ودراسات الجدوى للمشاريع الاستثمارية، ومن الصعب الحصول على كل المعلومات الخاصة بشركة وطنية عملاقة أو حتى المعلومات الخاصة بفروعها وبهذا يصعب تحديد الأسباب والعوامل المسؤولة عن حدوث تغيرات في النتائج الخاصة بالقوائم المالية للمركب أو المؤسسة الأم.

## خاتمة الفصل:

بعد الدراسة الميدانية التي أجريت بالمركب GL1/K لتمييع الغاز الطبيعي بسكيكدة، باعتباره فرع للمؤسسة الوطنية العملاقة "سوناطراك"، تمكنا من تحديد أن الوضعية المالية للمركب جيدة، فالنتائج المحققة على مدار سنوات الدراسة كانت معتبرة ومعدل العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال كانا في ارتفاع تدريجي. لكن مع تحليل تكلفة رأس المال وجدنا أن المركب يعتمد بكثرة على أمواله الخاصة أكثر من الاستدانة من الغير، فتكلفة التمويل بالاستدانة كانت مرتفعة جدا مقارنة بتكلفة الأموال الخاصة، ويتضح من هذا أن المركب يتبع معيار أولوية الأمان في تحديد سياسته المالية التي تعنى بإعطاء الأولوية للاستقلالية المالية فالنمو ثم المردودية باعتماده على سياسة التمويل الذاتي في عملية التمويل.

A graphic of a scroll with a black outline and a light gray interior. The scroll is partially unrolled, with the top and bottom edges curled. The text is written in a bold, black, stylized Arabic font. The top edge of the scroll is curled on the right side, and the bottom edge is curled on the left side.

الخاتمة

العامية

إن تحقيق أكبر العوائد بأقل التكاليف هو محور اهتمام أي مؤسسة اقتصادية، وللوصول إلى هذا المستوى من الفعالية تعتمد المنشآت على مجموعة من المعايير التي تساعدها في توقع مستوى العوائد التي يمكن تحقيقها والتكاليف التي يمكن تحملها، وعلى أساس النتائج المتحصل عليها تختار السياسة المالية الخاصة بها.

تمحورت إشكالية الدراسة حول إمكانية اعتماد مقارنة العائد المحاسبي على تكلفة رأس المال في اتخاذ القرارات المالية داخل مركب تجميع الغاز الطبيعي بسكيكدة، فنصت الفرضيات المطروحة على أن المركب يعتمد على أساليب أخرى في اتخاذه للقرارات المالية. فكانت الفرضية الأولى تشير إلى أن النتائج المحققة من تلك الأساليب المتبعة هي أساس عملية اتخاذ القرار، والفرضية الثانية تشير إلى أن تكلفة رأس المال هي القيمة الحدية للعائد المحاسبي، أما الفرضية الثالثة تشير إلى أن هناك علاقة بين القرارات المالية ومعدل العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال.

فهدفت هذه الدراسة، في فصلين، إلى عرض وتحليل البيانات والمعلومات الخاصة بمتغيرات الدراسة، من خلال تحديد أسس اتخاذ القرارات المالية، مع التركيز على تأثير العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال على السياسة المالية للمؤسسة. فكان الفصل الأول يتعلق بالدراسة النظرية للموضوع، فقد تطرقنا إلى مختلف الجوانب النظرية الخاصة بالقرار المالي والعائد المحاسبي وتكلفة رأس المال، وخصصنا الفصل الثاني إلى الدراسة التطبيقية، ومن خلالها استطعنا تحديد تأثير العائد المحاسبي على تكلفة رأس المال وكذلك استخلصنا علاقة العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال بالقرار المالي داخل المركب.

## 1. نتائج الدراسة:

فبعد اختبار صحة الفرضيات المطروحة توصلنا إلى النتائج التالية:

- عند اتخاذ القرار المالي وبناء سياسته المالية، يعطي المركب الأولوية للأمان ثم فالنمو ثم الربح؛
- يعتمد المركب بكثرة على أمواله الخاصة أكثر من أموال الاستدانة، وما يفسر ارتفاع تكلفة الديون عن الأموال الخاصة هو أن المركب ملك 100% لسوناطراك والتي لا تتحمل تكلفة الإصدار أو تكلفة احتجاز الأرباح؛
- توجد علاقة طردية بين العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال، حيث أن المركب يختار الاستثمارات التي تدر عليه عوائد معتبرة بتكلفة مرتفعة؛

## 2. التوصيات:

من خلال النتائج التي توصلنا إليها يمكن أن نخرج ببعض الاقتراحات التي من شأنها أن تساهم في تحديد الإطار العلمي لاتخاذ القرارات المالية واختيار الهيكل التمويلي المناسب الذي يحقق أعلى العوائد، وهي:

- أثبتت الدراسة ارتفاع تكلفة التمويل بالاستدانة أكثر من تكلفة التمويل بالأموال الخاصة، لذا على المركب تخفيض تكلفة الديون؛
- التنسيق بين قرار التمويل وقرار الاستثمار من خلال المفاضلة بين البدائل المتاحة على أساس التكلفة والعوائد واختيار الاستثمار الذي يحقق أعلى العوائد بأقل التكاليف؛
- محاولة المركب تخفيض تكلفة التمويل بالاستدانة للاستفادة من أثر الرافعة المالية قدر الإمكان.

### 3. آفاق الدراسة:

- يعتبر موضوع دراستنا "أسس اتخاذ القرار المالي في ظل مقارنة العائد المحاسبي على تكلفة رأس المال" موضوعاً جديداً ولم يتم التطرق إليه كثيراً من قبل، ولذا نوصي الباحثين بإجراء المزيد من الدراسات من خلال:
- دراسة أسس اتخاذ القرار المالي في ظروف عدم التأكد؛
  - تكرار هذه الدراسة على مؤسسة أخرى لمقارنة النتائج بين الدراستين؛
  - التوسع في دراسة الإدارة المالية المعاصرة والتي لا تقتصر فقط على القرارات المالية المذكورة في دراستنا.





قائمة

المراجع

أولاً: المراجع العربية:

I. الكتب:

1. أحمد البدري محمد وآخرون، أساسيات التمويل، منشورات جامعة القاهرة، مصر، 2019.
2. أحمد محمود يوسف وآخرون، الجوانب المالية لدراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، جامعة القاهرة، مصر، 2018.
3. إسماعيل محمد الأزهرى، عبد العزيز محمود عبد المجيد، الإدارة المالية المتقدمة، منشورات جامعة السودان المفتوحة، السودان، 2007.
4. جمال اليوسف، فواز الحموي، الإدارة المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2017.
5. جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، لبنان.
6. حسن منير الصادي وآخرون، التمويل والإدارة المالية "النظرية والتطبيق"، منشورات جامعة القاهرة، مصر، 2018.
7. حسين بلعجوز، نظرية القرار: مدخل إداري وكمي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008.
8. حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005.
9. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
10. خالد أحمد علي محمود، اقتصاد المعرفة وإدارة الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2019.
11. خميسي شبيحه، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2013.
12. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2009.
13. رواء زكي الطويل، محاضرات في الاقتصاد السياسي، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
14. سالم صلال الحسنواوي، أساسيات الإدارة المالية، دار المدينة الفاضلة، مصر، 2014.
15. سالم صلال راهي الحسنواوي وآخرون، مبادئ المالية والمصرفية، بدون دار نشر، 2019.
16. شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2017.
17. طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
18. طارق كاظم عجيل، الوسيط في عقد البيع - الجزء الأول: انعقاد العقد، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
19. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.

20. عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية، منشورات جامعة السودان المفتوحة، السودان، 2005.
21. عبد العزيز محمد المخلافي، أساسيات الإدارة المالية، جامعة صنعاء، اليمن، 2012.
22. عبد الغفار الحنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
23. عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، السروات للطباعة والنشر، المملكة العربية السعودية.
24. عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
25. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المعقدة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
26. علي خلف عبد الله، وليد ناجي الحياي، التحليل المالي واستخداماته للرقابة على الأداء والكشف عن الانحرافات، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، 2015.
27. علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
28. فيصل محمود الشاورة، مبادئ الإدارة المالية: إطار نظري ومحتوى عملي - التمويل والاستثمار والتخطيط والتحليل المالي-، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
29. مبارك سليمان بن محمد سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2004.
30. محمد الفاتح المغربي، التمويل والاستثمار في الإسلام، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، السودان، 2018.
31. محمد الفاتح محمود بشير المغربي، إدارة التمويل المصرفي، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، السودان، 2020.
32. محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، العبيكان للنشر، المملكة العربية السعودية، 2010.
33. محمد بن براك الفوزان، الأحكام العامة للشركات: دراسة مقارنة، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، 2014.

34. معراج هوارى، حاج سعيد عمر، التمويل التأجيري: المفاهيم والأسس، دار كنوز المعرفة العلمية، الأردن، 2013.
35. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر، 2007.
36. نبيل شاكر، تقييم المشروعات، كتب عربية للنشر والتوزيع الإلكتروني.
37. نواف كنعان، اتخاذ القرارات الإدارية بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.

## II. المجالات:

1. بقاش وليد، بن دادة عمر، حاجة المؤسسة الاقتصادية إلى التمويل في ظل التمايز بين مصادر التمويل التقليدية والإسلامية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد 01، المجلد 04، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2019.
2. بوهالي محمد، لعيني عمر، أثر القرارات المالية على نمو المؤسسة، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، العدد 01، المجلد 04، جامعة الجزائر 03، 2019.
3. حسن وليد حسين وآخرون، أثر التمويل الطويل الأجل في صافي الربح، مجلة دراسات محاسبية ومالية، العدد 20، المجلد 07، جامعة بغداد، 2012.
4. زهواني رضا وآخرون، دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية - قرار التمويل، قرار الاستثمار وتوزيع الأرباح، مجلة العلوم الإدارية والمالية، العدد 01، المجلد 01، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، 2017.
5. غربي حمزة، بدروني عيسى، العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة، مجلة الحوكمة المسؤولة الاجتماعية والتنمية المستدامة، العدد 02، المجلد 01، جامعة غليزان، 2019.

## III. المذكرات:

1. بعوط ريان، ناصر ابتسام، أثر تكلفة رأس المال على معدل النمو الداخلي للمؤسسة، مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبان نيل شهادة الماستر تخصص مالية المؤسسة، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2019/2018.
2. بلكيف إسماعيل، سعدون الحسين، مصادر التمويل وأثرها على الوضع المالي للمؤسسة، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر تخصص مالية المؤسسة، جامعة آكلي محند أولحاج، البويرة، 2015/2014.

3. بن عودة صبرينة، علواش سعدية، دور لوحة القيادة في ترشيد قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر تخصص مالية مؤسسة، جامعة آكلي محند أولحاج، البويرة، 2015/2014.
4. بوغازي عبد الوارث، طواهري إسلام، أثر تكلفة رأس المال على قيمة المؤسسة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر تخصص مالية المؤسسة، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2019/2018.
5. حراش معاذ، نمر أحمد، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية للمؤسسة، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر تخصص مالية المؤسسة، جامعة آكلي محند أولحاج، البويرة، 2015/2014.
6. زغود تبر، محددات التمويل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير تخصص مالية المؤسسة، جامعة فاصدي مرباح، ورقلة، 2009/2008.
7. زاوي فضيلة، تمويل المؤسسات الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير تخصص مالية المؤسسة، جامعة امحمد بوقرة، بومرداس، 2009/2008.
8. صاحبي عبد الجليل، مدوكي يوسف، الأساليب الكمية في ترشيد قرارات تمويل المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مكتملة لمتطلبات نيل شهادة الماستر تخصص تأمينات وإدارة المخاطر، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2013/2012.
9. صيودة إناس، أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير تخصص مالية المؤسسة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2009/2008.
10. عبد الكريم خيرى، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه تخصص علوم تجارية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2019/2018، ص140.
11. عطى الله عبد الرحمان، تقييم الأداء المالي ودوره في اتخاذ القرارات المالية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر تخصص مالية المؤسسات، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2013/2012.
12. عقون آمنة، بن طبولة ندى، تأثير تكلفة رأس المال على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر تخصص مالية المؤسسات، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2019/2018.

13. فاطمة الزهرة قرامز، دور نظام المعلومات المحاسبي في اتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية في المؤسسة الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم تخصص علوم مالية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2017/2016.
14. محمد سعد الناصر، رأس المال المخاطر: نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، بحث مكمل لمرحلة الماجستير مدعوم من برنامج دعم أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، جامعة الإمام محمد بن سعود، المملكة العربية السعودية، 2012، (مذكرة منشورة).
15. مسعودي حمزة، التوجي سيد اعلي، معايير اتخاذ القرارات المالية ودورها في ترشيد السياسة المالية للمؤسسة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر تخصص مالية مؤسسة، جامعة أحمد دراية، أدرار، 2017/2016.
16. معروف هشام، المفاضلة بين مصادر التمويل في المؤسسة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر تخصص مالية وتأمينات وتسيير المخاطر، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2013/2012.
17. زاوي فضيلة، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، 2009.

#### IV. الملتقيات:

1. مليكة زغيب، إلياس بوجعادة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، ورقة بحثية مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة المسيلة، يومي 14 و15/04/2009.

#### V. المحاضرات والمطبوعات:

1. د. حدادو، إدارة مصادر التمويل، محاضرات موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر تخصص إدارة مالية، جامعة آكلي محند أولحاج، البويرة، 2021/2020.
2. عمران عبد الحكيم، معايير التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية، مطبوعة موجهة لطلبة الليسانس والماستر في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2017/2016.
3. لوصيف كميلية، ملخص مقياس تقييم المشاريع، محاضرات موجهة لطلبة الاقتصاد الكمي، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي.

4. مجذوب خيرة، معايير تقييم واختيار الاستثمارات في ظل ظروف التأكد، محاضرة في مقياس تقييم المشاريع، جامعة ابن خلدون، تيارت، 2017/2016.

### ثانيا: المراجع الأجنبية:

#### I. Les Livres :

1. F.Lefley, Appendix 1 : The accounting Rate of Return: Back to Basics, Management Accounting, UK, 1998.
2. Francesco Bellandi, Dual Reporting For Equity And Other Comprehensive Income Under IFRS And U.S.GAAP, John Wiley And Sons Ltd, West Sussex, UK, 2012.
3. Geoffrey Whittington, Profitability, Accounting Theory And Methodology, Routledge Of Taylor And Francis Group, London, UK, 2007.
4. George M.Frankfurter And Others, Dividend Policy: Theory And Practice, Academic Press, San Diego, USA, 2003.
5. H.Kent Baker, Gerald S.Martin, Capital Structure And Corporate Financing Decisions : Theory, Evidence And Practice, John Wiley And Sons, Inc, New Jersey, USA, 2011.
6. Pearson Edexcel, Project Appraisal, International Level A Accounting Student Book, UK, 2020.
7. Prasanna Chandra, Finance Sense, Tata Mcgraw-Hill Publishing Company Limited, New Delhi, India, 2003.
8. Prasanna Chandra, Financial Management, Tata Mcgraw-Hill Publishing Company Limited, New Delhi, India, 2008.
9. Satish B.Mathur, Working Capital Management And Control: Principles And Practice, New Age International Ltd, New Delhi, 2002.
10. Zane Swanson And Others, The Capital Structure Paradigm: Evolution Of Debt/ Equity Choices, Praeger Publishers, USA, 2003.

#### II. Les Articles :

1. Fadoua aniri, said radi, source de financement des PME et contraintes de survie, european scientific journal, n° 25, european scientific institute, vol 13, 2017, p 322.

#### III. Les mémoires :

1. Ben Ali L'djida, Benali Mohamed Lynda, La Problématique De Choix Des Sources De Financement Des Investissements Dans L'entreprise, Mémoire De Fin De Cycle En Vue D'obtenir Un Diplôme De Master En Finance, Université Mouloud Mammeri, Tizi-Ouzou, 2017/2018.

#### IV. Les Séminaires:

1. Paulo Afonso, Jorge Cunha, Determinants Of The Use Of Capital Investment Appraisal Methods: Evidence From The Field, Research Paper Argued At The 2009 European Applied Business Research Conference, Prague, 8-11 June 2009, P 3.

#### V. Les Cours :

1. Nathalie Gardès, Chapitre 03 : Le Choix De Financement, Un Cours Sur La Finance D'entreprise, 2006, P 4.

#### VI. Les Recherches :

1. D.W.Feenstra, H.Wang, Economic and Accounting Rates of Return, research paper in Financial Markets and Institutions, University of Groningen, The Netherlands, 2000, p 7.

2. Richard P. Brief, The Accounting Rate Of Return As A Framework For Analysis, Research Paper, Leonard N Stern School Of Business, University Of New York, USA, 1999, P 2

## VII. Les sites :

1. <https://www.cours-et-exercices.com/2012/10/la-prise-de-decision-dans-lentreprise.html> consulté le 26/04/2021 à 02:00
2. <https://www.shivajicollege.ac.in/sPanel/uploads/econtent/80732f0694fae86e422d7437b47a4548.pdf> consulté le 28/04/2021 à 05:30.
3. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/dividend-policy/>, visited on 18/05/2021 at 11:11
4. [https://thefactfactor.com/facts/management/financial\\_management/financial-decisions/542](https://thefactfactor.com/facts/management/financial_management/financial-decisions/542), visited on 29/04/2021 at 16.45
5. <https://www.investopedia.com/terms/a/arr.asp>, visited on 1/05/2021 at 04:30
6. <http://cte.univ-setif.dz/coursenligne/1222/chap2.html#a7>
7. <https://accountlearning.com/advantages-and-disadvantages-of-preference-shares/>, visited on 21/05/2021 at 22:10.
8. <https://www.investopedia.com/ask/answers/111314/whats-difference-between-retained-earnings-and-revenue.asp>, visited on 22/05/2021 at 21:00
9. <https://www.forbes.com/advisor/investing/what-is-a-bond/>, visited on 24/05/2021 at 01:30
10. <https://www.nibusinessinfo.co.uk/content/advantages-and-disadvantages-raising-finance-issuing-corporate-bonds>, visited on 25/05/2021 at 21.45.





قائمة

الملاحق



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et Sciences de Gestion

Département:.....

N° : ...../...../F.S.E.C.S.G/U.G/2021

Guelma, le.....

قسم:..... علوم التسيير

رقم:...../...../ك.ع.ا.ت.ع.ت.ا.ج.ق/2021

قالمة، في 04/04/2021

إلى السيد: مدير مؤسسة جونا ناطراك  
سكينة - GUA

الموضوع: طلب إجراء دراسة ميدانية

تحية طيبة، و بعد.....

في إطار ربط المعرفة النظرية بالجانب التطبيقي يشرفنا أن نطلب من سيادتكم الموافقة على إجراء دراسة بمؤسستكم

للطلبة الآتية أسمائهم:

1- جنو بايجي... هسوك... رقم السجل: 360440556/1K

2- رقم السجل: .....

شعبة: علوم التسيير... تخصص: إدارة... السنة الجامعية: 2020/2021

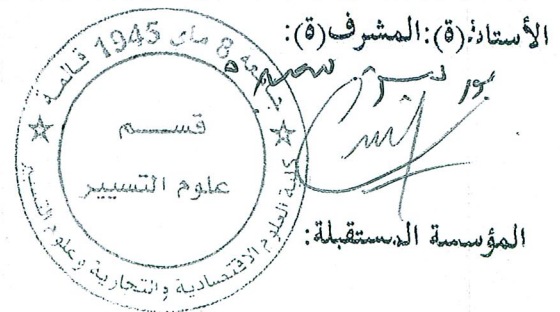
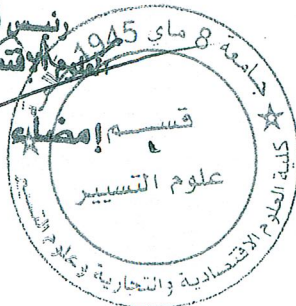
عنوان الموضوع: أسس اتخاذ القرار الجماعي في ظل مقارنة القائد المحاسبي على تكلفته وأهم الممارسات

نشكركم سيدي على حسن تعاونكم، و تقبلوا منا فائق الاحترام و التقدير.

رئيس القسم:

رئيس قسم علوم التسيير بكلية  
العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم إمام : جلايلية كريم



ACTIF NON COURANT				PASSIF			
RUBRIQUE	Brut (N)	Amort - Prov (N)	Net (N)	Net (N-1)	RUBRIQUE	Net (N)	Net (N-1)
<b>ACTIF NON COURANT</b>					<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					Capital émis		
Immobilisations incorporelles	39 689 258,61	39 689 258,61			Capital non appelé		
Immobilisations corporelles	353 549 304 250,39	142 507 133 223,17	211 042 171 027,22	232 286 811 876,17	Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		
Immobilisations en cours	824 610 554,32		824 610 554,32	824 610 554,32	Ecart de réévaluation		
Immobilisations financières	<b>213 989 013,58</b>	<b>849 993,95</b>	<b>213 139 019,63</b>	<b>73 852 720,13</b>	Ecart d'équivalence (1)		
Titres mis en équivalence - entreprises associées					<b>Résultat net (Résultat net part du groupe)</b>	1 901 262 222,33	1 732 292 323,55
Autres participations et créances rattachées					Autres capitaux propres - Report à nouveau		
Autres titres immobilisés					Comptes de liaison	<b>215 437 885 651,18</b>	233 941 686 923,70
Prêts et autres actifs financiers non courants	213 989 013,58	849 993,95	213 139 019,63	73 852 720,13	Part de la société consolidante (1)		
Impôts différés actifs	5 421 408,30		5 421 408,30	23 323 827,30	Part des minoritaires (1)		
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>354 633 014 485,20</b>	<b>142 547 672 475,73</b>	<b>212 085 342 009,47</b>	<b>233 208 598 977,92</b>	<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES</b>	<b>217 339 147 873,51</b>	<b>235 673 979 247,25</b>
<b>ACTIF COURANT</b>					<b>PASSIF NON COURANT</b>		
Stocks et en cours	6 330 393 352,36	453 406 299,36	5 876 987 053,00	3 128 666 792,17	Emprunts et dettes financières		
Créances et emplois assimilés	502 088 444,31	790 000,00	501 298 444,31	522 894 616,96	Impôts (différés et provisionnés)		
Clients	83 371 928,12		83 371 928,12	83 928 208,21	Autres dettes non courantes		
Autres débiteurs	118 961 166,21	790 000,00	118 171 166,21	158 626 459,52	Provisions et produits comptabilisés d'avance	23 728 124,31	101 564 728,31
Impôts	5 457 383,00		5 457 383,00	5 457 383,00	<b>TOTAL PASSIF NON COURANT</b>	<b>23 728 124,31</b>	<b>101 564 728,31</b>
Autres actifs courants	294 297 966,98		294 297 966,98	274 882 566,23	<b>PASSIF COURANTS</b>		
Disponibilités et assimilés	<b>418 013 860,10</b>		<b>418 013 860,10</b>	<b>258 946 603,57</b>	Fournisseurs et comptes rattachés	1 012 274 924,87	698 952 326,84
Placements et autres actifs financiers courants					Impôts	747 170,38	837 506,47
Trésorerie	418 013 860,10		418 013 860,10	258 946 603,57	Autres dettes	505 743 273,81	643 773 181,75
					Trésorerie Passif		
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>7 250 495 656,77</b>	<b>454 196 299,36</b>	<b>6 796 299 357,41</b>	<b>3 910 508 012,70</b>	<b>TOTAL PASSIF COURANT</b>	<b>1 518 765 369,06</b>	<b>1 343 563 015,06</b>
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>361 883 510 141,97</b>	<b>143 001 868 775,09</b>	<b>218 881 641 366,88</b>	<b>237 119 106 990,62</b>	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>218 881 641 366,88</b>	<b>237 119 106 990,62</b>

(1) A ne pas utiliser



Compte	Designation	EXERCICE en cours (N)			EXERCICE (N-1)		
		Externes	Internes (89...)	Totaux	Externes	Internes (89...)	Totaux
70	Ventes et produits annexes	1 898 526,60	39 927 614 808,50	39 929 513 335,10	2 264 259,72	36 382 248 092,35	36 384 512 352,07
72	Variation des Stocks de produits finis et en cours	<b>-1 290 888 332,64</b>		<b>-1 290 888 332,64</b>	<b>-1 600 213 726,15</b>		<b>-1 600 213 726,15</b>
73	Production immobilisée						
74	Subvention d'exploitation						
	<b>1. Production de l'exercice</b>	<b>-1 288 989 806,04</b>	<b>39 927 614 808,50</b>	<b>38 638 625 002,46</b>	<b>-1 597 949 466,43</b>	<b>36 382 248 092,35</b>	<b>34 784 298 625,92</b>
60	Achats consommés	371 732 618,81	1 108 139,64	372 840 758,45	254 037 903,23	4 109 297,72	258 147 200,95
61	Services extérieurs et autres consommations	1 438 698 890,74		1 438 698 890,74	840 921 052,10		840 921 052,10
62	Autres Services extérieurs	318 544 411,90	1 392 118 121,41	1 710 662 533,31	166 225 949,39	1 885 893 962,03	2 052 119 911,42
	<b>2. Consommation de l'exercice</b>	<b>2 128 975 921,45</b>	<b>1 393 226 261,05</b>	<b>3 522 202 182,50</b>	<b>1 261 184 904,72</b>	<b>1 890 003 259,75</b>	<b>3 151 188 164,47</b>
	<b>3. Valeur ajoutée (1-2)</b>	<b>-3 417 965 727,49</b>	<b>38 534 388 547,45</b>	<b>35 116 422 819,96</b>	<b>-2 859 134 371,15</b>	<b>34 492 244 832,60</b>	<b>31 633 110 461,45</b>
63	Charges de personnel	2 403 197 652,44		2 403 197 652,44	2 515 975 915,21		2 515 975 915,21
64	Impôts, taxes et versements assimilés	21 722 893,96		21 722 893,96	36 147 750,18		36 147 750,18
	<b>4. Excédent brut d'exploitation</b>	<b>-5 842 886 273,89</b>	<b>38 534 388 547,45</b>	<b>32 691 502 273,56</b>	<b>-5 411 258 036,54</b>	<b>34 492 244 832,60</b>	<b>29 080 986 796,06</b>
75	Autres produits opérationnels	402 744 140,34		402 744 140,34	293 307 148,71		293 307 148,71
65	Autres charges opérationnelles	1 936 558 525,66	195 252,00	1 936 753 777,66	173 368 201,78		173 368 201,78
68	Dotations aux amortissements, provisions et pertes de val.	29 449 028 537,80		29 449 028 537,80	27 666 774 089,47		27 666 774 089,47
78	Reprises sur pertes de valeur et provisions	248 030 617,00		248 030 617,00	260 073 421,00		260 073 421,00
	<b>5. Résultat opérationnel (Exploitation)</b>	<b>-36 577 698 580,01</b>	<b>38 534 193 295,45</b>	<b>1 956 494 715,44</b>	<b>-32 698 019 758,08</b>	<b>34 492 244 832,60</b>	<b>1 794 225 074,52</b>
76	Produits financiers	144 027,21		144 027,21	17 491,70		17 491,70
66	Charges financières	37 474 101,32		37 474 101,32	41 753 442,67		41 753 442,67
	<b>6. Résultat financier</b>	<b>-37 330 074,11</b>		<b>-37 330 074,11</b>	<b>-41 735 950,97</b>		<b>-41 735 950,97</b>
	<b>7. Résultat ordinaire avant impôts (5+6)</b>	<b>-36 615 028 654,12</b>	<b>38 534 193 295,45</b>	<b>1 919 164 641,33</b>	<b>-32 739 755 709,05</b>	<b>34 492 244 832,60</b>	<b>1 752 489 123,55</b>
695+8	Impôts exigibles sur résultats ordinaires						
692+3	Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	<b>17 902 419,00</b>		<b>17 902 419,00</b>	<b>20 196 800,00</b>		<b>20 196 800,00</b>
TPAO	Total des Produits des Activités ordinaires	-638 071 021,49	39 927 614 808,50	39 289 543 787,01	-1 044 551 405,02	36 382 248 092,35	35 337 696 687,33
TCAO	Total des Charges des Activités ordinaires	35 994 860 051,63	1 393 421 513,05	37 388 281 564,68	31 715 401 104,03	1 890 003 259,75	33 605 404 363,78
	<b>8. Résultat Net des Activités ordinaires</b>	<b>-36 632 931 073,12</b>	<b>38 534 193 295,45</b>	<b>1 901 262 222,33</b>	<b>-32 759 952 509,05</b>	<b>34 492 244 832,60</b>	<b>1 732 292 323,55</b>
77	Produits sur éléments extraordinaires						
67	Charges sur éléments extraordinaires						
	<b>9. Résultat extraordinaire</b>						
	<b>10. Résultat net de l'exercice</b>	<b>-36 632 931 073,12</b>	<b>38 534 193 295,45</b>	<b>1 901 262 222,33</b>	<b>-32 759 952 509,05</b>	<b>34 492 244 832,60</b>	<b>1 732 292 323,55</b>



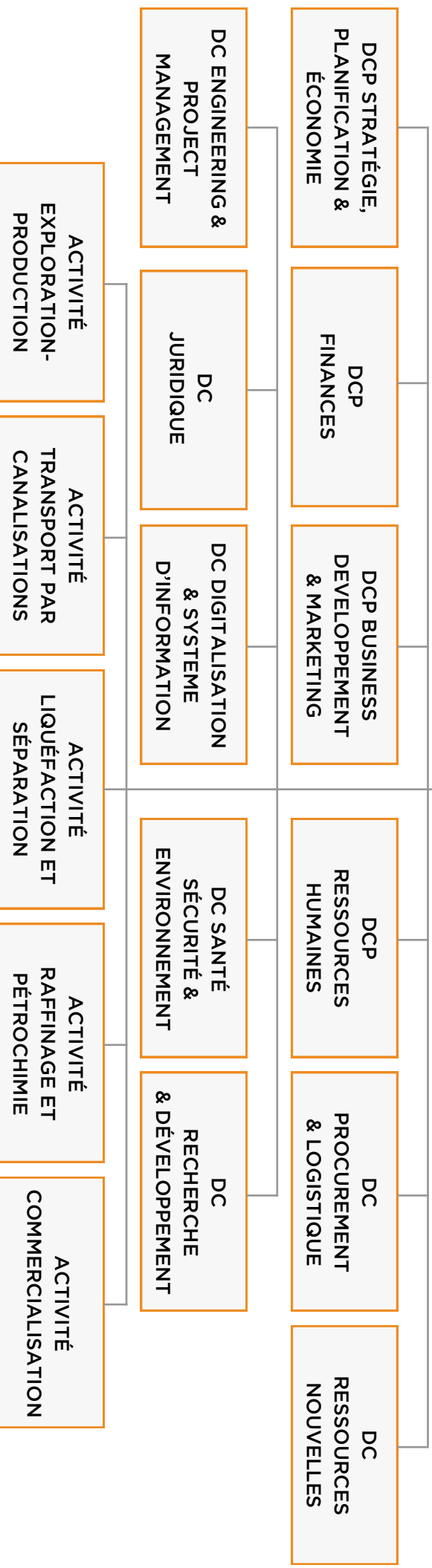
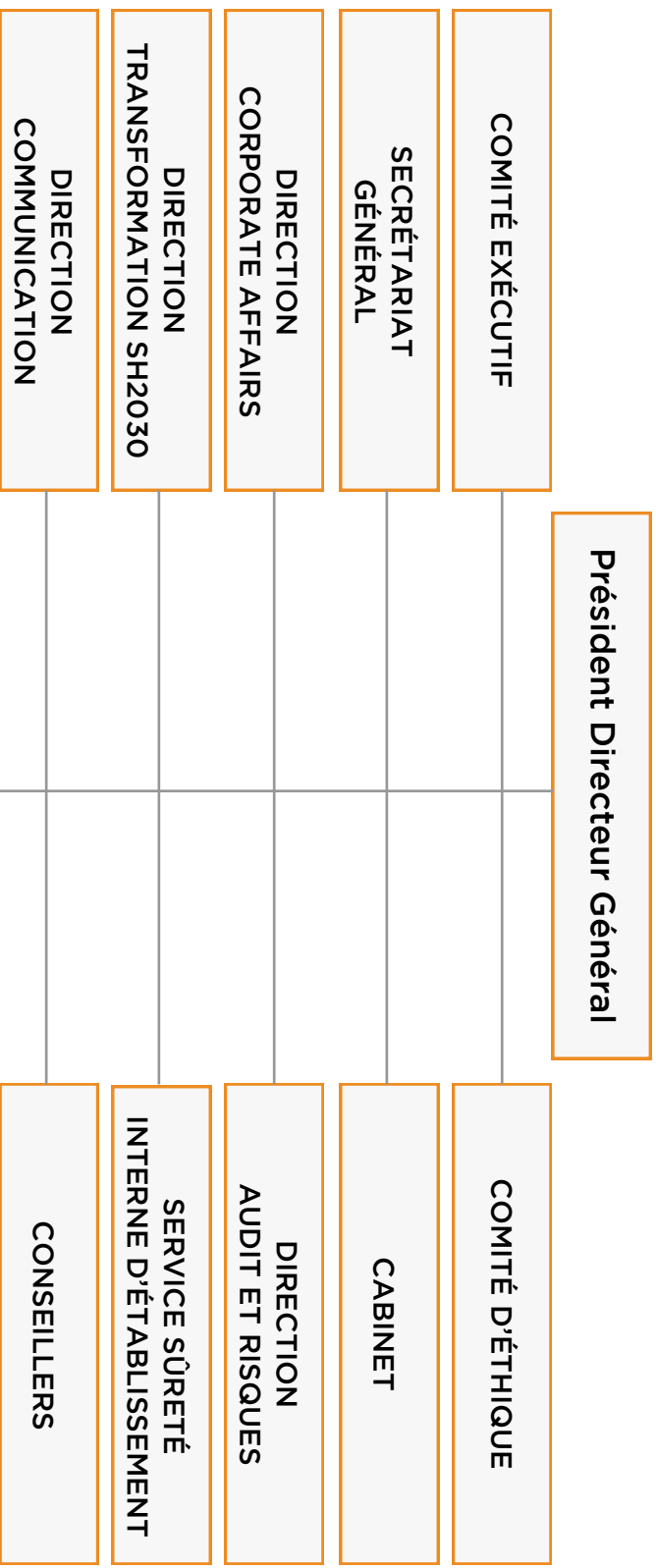
				PASSIF			
RUBRIQUE	Brut (N)	Amort - Prov (N)	Net (N)	Net (N-1)	RUBRIQUE	Net (N)	Net (N-1)
<b>ACTIF NON COURANT</b>					<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					Capital émis		
Immobilisations incorporelles	39 689 258,61	39 689 258,61			Capital non appelé		
Immobilisations corporelles	353 679 575 381,85	171 705 261 172,49	181 974 314 209,36	211 042 171 027,22	Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		
Immobilisations en cours	688 833 466,00		688 833 466,00	824 610 554,32	Ecart de réévaluation		
Immobilisations financières	<b>184 590 485,84</b>	<b>849 993,95</b>	<b>183 740 491,89</b>	<b>213 139 019,63</b>	Ecart d'équivalence (1)		
Titres mis en équivalence - entreprises associées					<b>Résultat net (Résultat net part du groupe)</b>	1 889 597 944,85	1 901 262 222,33
Autres participations et créances rattachées					Autres capitaux propres - Report à nouveau		
Autres titres immobilisés					Comptes de liaison	<b>188 167 749 350,53</b>	215 437 885 651,18
Prêts et autres actifs financiers non courants	184 590 485,84	849 993,95	183 740 491,89	213 139 019,63	Part de la société consolidante (1)		
Impôts différés actifs	9 607 239,30		9 607 239,30	5 421 408,30	Part des minoritaires (1)		
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>354 602 295 831,60</b>	<b>171 745 800 425,05</b>	<b>182 856 495 406,55</b>	<b>212 085 342 009,47</b>	<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES</b>	<b>190 057 347 295,38</b>	<b>217 339 147 873,51</b>
<b>ACTIF COURANT</b>					<b>PASSIF NON COURANT</b>		
Stocks et en cours	9 035 326 828,68	462 273 169,51	8 573 053 659,17	5 876 987 053,00	Emprunts et dettes financières		
Créances et emplois assimilés	440 329 587,97	19 470 788,52	420 858 799,45	501 298 444,31	Impôts (différés et provisionnés)		
Clients	84 353 220,39		84 353 220,39	83 371 928,12	Autres dettes non courantes		
Autres débiteurs	69 651 643,42	19 470 788,52	50 180 854,90	118 171 166,21	Provisions et produits comptabilisés d'avance	39 827 472,31	23 728 124,31
Impôts	5 457 383,00		5 457 383,00	5 457 383,00	<b>TOTAL PASSIF NON COURANT</b>	<b>39 827 472,31</b>	<b>23 728 124,31</b>
Autres actifs courants	280 867 341,16		280 867 341,16	294 297 966,98	<b>PASSIF COURANTS</b>		
Disponibilités et assimilés	177 329 089,05		177 329 089,05	418 013 860,10	Fournisseurs et comptes rattachés	1 283 273 265,58	1 012 274 924,87
Placements et autres actifs financiers courants					Impôts	954 058,18	747 170,38
Trésorerie	177 329 089,05		177 329 089,05	418 013 860,10	Autres dettes	646 334 862,77	505 743 273,81
					Trésorerie Passif		
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>9 652 985 505,70</b>	<b>481 743 958,03</b>	<b>9 171 241 547,67</b>	<b>6 796 299 357,41</b>	<b>TOTAL PASSIF COURANT</b>	<b>1 930 562 186,53</b>	<b>1 518 765 369,06</b>
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>364 255 281 337,30</b>	<b>172 227 544 383,08</b>	<b>192 027 736 954,22</b>	<b>218 881 641 366,88</b>	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>192 027 736 954,22</b>	<b>218 881 641 366,88</b>

(1) A ne pas utiliser



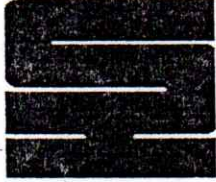
Compte	Designation	EXERCICE en cours (N)			EXERCICE (N-1)		
		Externes	Internes (89...)	Totaux	Externes	Internes (89...)	Totaux
70	Ventes et produits annexes	2 536 638,97	39 682 986 627,88	39 685 523 266,85	1 898 526,60	39 927 614 808,50	39 929 513 335,10
72	Variation des Stocks de produits finis et en cours	<b>-1 101 143 362,20</b>		<b>-1 101 143 362,20</b>	<b>-1 290 888 332,64</b>		<b>-1 290 888 332,64</b>
73	Production immobilisée						
74	Subvention d'exploitation						
	<b>1. Production de l'exercice</b>	<b>-1 098 606 723,23</b>	<b>39 682 986 627,88</b>	<b>38 584 379 904,65</b>	<b>-1 288 989 806,04</b>	<b>39 927 614 808,50</b>	<b>38 638 625 002,46</b>
60	Achats consommés	1 341 551 999,17	1 429 785,99	1 342 981 785,16	371 732 618,81	1 108 139,64	372 840 758,45
61	Services extérieurs et autres consommations	1 406 876 788,51		1 406 876 788,51	1 438 698 890,74		1 438 698 890,74
62	Autres Services extérieurs	272 977 553,66	1 543 546 505,93	1 816 524 059,59	318 544 411,90	1 392 118 121,41	1 710 662 533,31
	<b>2. Consommation de l'exercice</b>	<b>3 021 406 341,34</b>	<b>1 544 976 291,92</b>	<b>4 566 382 633,26</b>	<b>2 128 975 921,45</b>	<b>1 393 226 261,05</b>	<b>3 522 202 182,50</b>
	<b>3. Valeur ajoutée (1-2)</b>	<b>-4 120 013 064,57</b>	<b>38 138 010 335,96</b>	<b>34 017 997 271,39</b>	<b>-3 417 965 727,49</b>	<b>38 534 388 547,45</b>	<b>35 116 422 819,96</b>
63	Charges de personnel	2 274 457 590,05		2 274 457 590,05	2 403 197 652,44		2 403 197 652,44
64	Impôts, taxes et versements assimilés	18 992 072,34		18 992 072,34	21 722 893,96		21 722 893,96
	<b>4. Excédent brut d'exploitation</b>	<b>-6 413 462 726,96</b>	<b>38 138 010 335,96</b>	<b>31 724 547 609,00</b>	<b>-5 842 886 273,89</b>	<b>38 534 388 547,45</b>	<b>32 691 502 273,56</b>
75	Autres produits opérationnels	112 168 454,25		112 168 454,25	402 744 140,34		402 744 140,34
65	Autres charges opérationnelles	505 442 894,10	7 535 755,00	512 978 649,10	1 936 558 525,66	195 252,00	1 936 753 777,66
68	Dotations aux amortissements, provisions et pertes de val.	29 715 947 202,68		29 715 947 202,68	29 449 028 537,80		29 449 028 537,80
78	Reprises sur pertes de valeur et provisions	310 093 645,00		310 093 645,00	248 030 617,00		248 030 617,00
	<b>5. Résultat opérationnel (Exploitation)</b>	<b>-36 212 590 724,49</b>	<b>38 130 474 580,96</b>	<b>1 917 883 856,47</b>	<b>-36 577 698 580,01</b>	<b>38 534 193 295,45</b>	<b>1 956 494 715,44</b>
76	Produits financiers	418 918,87		418 918,87	144 027,21		144 027,21
66	Charges financières	32 890 661,49		32 890 661,49	37 474 101,32		37 474 101,32
	<b>6. Résultat financier</b>	<b>-32 471 742,62</b>		<b>-32 471 742,62</b>	<b>-37 330 074,11</b>		<b>-37 330 074,11</b>
	<b>7. Résultat ordinaire avant impôts (5+6)</b>	<b>-36 245 062 467,11</b>	<b>38 130 474 580,96</b>	<b>1 885 412 113,85</b>	<b>-36 615 028 654,12</b>	<b>38 534 193 295,45</b>	<b>1 919 164 641,33</b>
695+8	Impôts exigibles sur résultats ordinaires						
692+3	Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	<b>-4 185 831,00</b>		<b>-4 185 831,00</b>	<b>17 902 419,00</b>		<b>17 902 419,00</b>
TPAO	Total des Produits des Activités ordinaires	-675 925 705,11	39 682 986 627,88	39 007 060 922,77	-638 071 021,49	39 927 614 808,50	39 289 543 787,01
TCAO	Total des Charges des Activités ordinaires	35 564 950 931,00	1 552 512 046,92	37 117 462 977,92	35 994 860 051,63	1 393 421 513,05	37 388 281 564,68
	<b>8. Résultat Net des Activités ordinaires</b>	<b>-36 240 876 636,11</b>	<b>38 130 474 580,96</b>	<b>1 889 597 944,85</b>	<b>-36 632 931 073,12</b>	<b>38 534 193 295,45</b>	<b>1 901 262 222,33</b>
77	Produits sur éléments extraordinaires						
67	Charges sur éléments extraordinaires						
	<b>9. Résultat extraordinaire</b>						
	<b>10. Résultat net de l'exercice</b>	<b>-36 240 876 636,11</b>	<b>38 130 474 580,96</b>	<b>1 889 597 944,85</b>	<b>-36 632 931 073,12</b>	<b>38 534 193 295,45</b>	<b>1 901 262 222,33</b>

# ORGANIGRAMME DE LA MACROSTRUCTURE DE SONATRACH





سوناطراك



sonatrach

Complexe GL1.K  
Département DRH  
N°-319---/DRH -2021

Le Chef Département FINANCES

Skikda, le 12/04/2021

Objet : Demande accord accueil en stage

«UNIVERSITE GUELMA »

En application de la procédure accueil en stage N° 945/11 révision N° 03, nous vous soumettons la (les) demande (s) de stage ci-dessous pour avis.

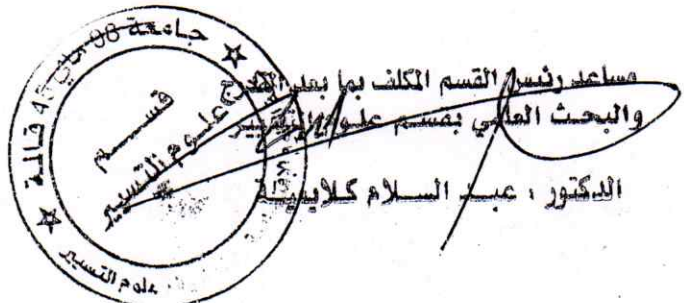
N°	Nom et Prénom	Année	Diplôme/Spécialité	Période Accordée (jours)	Avis et Signature Chef Département
01	GOUBAY MAROUA	MASTER 2	Sciences de Gestion et finances	05	Accord MF F. BOUHZILA Chef de Département FIN - GLIK

Comptons sur Votre habituelle collaboration.

Meilleurs salutations.

Le Chef Département DRH

M. CHEMAA







Activité LQS  
 Division LSH  
 Complexe GL1K  
 Département SIE GL1K.



**L A I S S E Z P A S S E R**

N° *2064* /2021

Nom : GOUBAI  
 Prénom : MARWA  
 Profession : STAGIAIRE  
 Est autorisé (e) à accéder au Complexe GL1K

Pour une durée de : Cinq jours (05) Jours  
 Du 13/06/2021  
 Au 17/06/2021



Le Chef Dept. Sûreté Interne GL1K

N. DEMBRI



★ Chef Département IDC/Pi

H. DAOUD





Complexe GL1/K

Département DRH

REF/ 647/2021

République Algérienne Démocratique Et Populaire

# Attestation de stage

Je soussigné, le chef de département ressources humaines du Complexe GL1K, Skikda, atteste que :

L'étudiant (e) : **GOUBAI MAROUA** Né (e) le : **24/01/1997** à **GUELMA**

Inscrit (e) à l'université, centre universitaire, école : **UNIVERSITE 08 MAI 1945 GUELMA**

A effectué un stage de fin de formation dans la filière : **MASTER 2 Management Financier**

Au sein du **Complexe GL1K-SKIKDA**

Durant la période du **04/07/2021** au **08/07/2021**

Cette attestation est délivrée à l'intéressé pour servir et faire valoir ce que de droit

Fait à Skikda, le 06/09/2021

Le Responsable de L'établissement de L'enseignement

Supérieur ou de la formation supérieur

LE CHEF DU DEPARTEMENT DRH p/i

M. MEKKI



Il ne sera délivré qu'un seul exemplaire de cette attestation



## الملخص:

تظهر كفاءة ورشادة القرارات المالية المتخذة عندما توفق المؤسسة الاقتصادية بين الأرباح المحصلة والتكاليف المحتملة. تختص هذه القرارات المالية في الاختيار بين البدائل الاستثمارية التي تحقق أعلى العوائد وإيجاد المزيج التمويلي المناسب من أموال الملكية وأموال الاستدانة الذي يعظم قيمة المؤسسة وبأقل التكاليف الممكنة.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال على القرارات المالية داخل المؤسسة من خلال التركيز على الجانب النظري وإسقاطه على الواقع التطبيقي داخل مركب تمبيع الغاز الطبيعي بسكيكدة.

وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين العائد المحاسبي وتكلفة رأس المال، كذلك اتباع المركب سياسة مالية متحفظة تعطي الأولوية للأمان ثم النمو ثم المردودية ذلك بسبب اعتماده على أموال الملكية أكثر من الاستدانة.

## الكلمات المفتاحية:

القرارات المالية، العائد المحاسبي، تكلفة رأس المال، السياسة المالية.

## Abstract :

The efficiency and rationality of financial decisions taken inside a company is when said-company reaches the point where profits obtained and costs incurred are balanced. These financial decisions are concerned with choosing between investment alternatives that achieve the highest returns and finding the appropriate financing mix of proprietary funds and debt funds that maximize the value of the institution at the lowest costs possible.

This study aims to determine the impact of the accounting rate of return and the cost of capital on the financial decisions within the institution by focusing on the theoretical aspect and its application on the practical field within the Natural Gas Liquefaction Complex in Skikda.

This study concluded that there is a direct relationship between the accounting rate of return and the cost of capital, as well as the compound's adoption of a conservative financial policy that prioritizes safety, growth and then profitability, because of its dependence on property funds more than debts.

## Key Words:

Financial Decisions, Accounting Rate of Return, Cost Of Capital, Financial Policy.